GAZETA PRAWNA poleca

INTELIGENTNY INWESTOR

Najlepsza książka o inwestowaniu wartościowym

wprowadzenie i appendixy

Warren BUFFETT

Benjamin GRAHAM

wstęp i aktualizujące komentarze – Jason Zweig

WYDAWNICTWO Studio Emka

Wstęp do wydania polskiego

Inwestycje giełdowe – słowa, które w wielu osobach budzą skrajne emocje. U jednych wywołują strach przed utratą kapitału, innym kojarzą się z ogromnymi zyskami – nikogo jednak nie pozostawiają obojętnym...

W dzisiejszym świecie, wiedza z dziedziny inwestycji giełdowych nie jest już wyłącznie domeną profesjonalistów. Potrzebuje jej każdy, kto zamierza efektywnie pomnażać swoje pieniądze.

Autorem książki, którą macie Państwo przed sobą, jest mistrz inwestycji giełdowych Benjamin Graham. Jego filozofia inwestowania wartościowego przestrzega przed błędami i uczy praktycznych koncepcji inwestycyjnych, stosowanych na współczesnych rynkach finansowych.

Graham precyzyjnie, lecz przystępnie opisuje konstrukcję emocjonalną i analityczne instrumenty, które są podstawą wiedzy skutecznego zarządzania inwestycjami. Metody i kompleksowe podejście Grahama do poszczególnych komponentów rynku kapitałowego, do dziś inspirują zarówno początkujących inwestorów, jak i doświadczonych menedżerów na całym świecie. W opinii wielu ludzi, Benjamin Graham był najwybitniejszym doradcą inwestycyjnym XX wieku.

Zwykł mówić, że do inwestowania z sukcesami nie potrzeba wysokiego IQ, szczegółowego rozeznania w biznesie ani dostępu do informacji. Wystarczy stabilna struktura intelektualna, która umożliwia podejmowanie decyzji i broni przed emocjami. Osiągnięcie doskonałych rezultatów zależy natomiast od tego, ile pracy i wysiłku intelektualnego włożysz w swoje inwestycje oraz od amplitudy zmian na giełdzie w okresie trwania twojej kariery inwestycyjnej.

Sam Graham przekonał się na własnej skórze, jak smakuje finansowa porażka. Kiedy miał dziewięć lat, zmarł jego ojciec. Ta śmierć stanowiła nie tylko emocjonalną stratę dla całej rodziny, ale spowodowała również wielkie trudności finansowe, co bez wątpienia wywarło istotny wpływ na dalsze losy Grahama. W czasie wielkiego kryzysu w 1929 roku, był bliski bankructwa – ta gorzka lekcja okazała się jedną z najbardziej wartościowych w jego życiu.

Sukces Grahama jako profesjonalnego inwestora jest wypadkową jego doświadczenia na Wall Street. Bardzo uważnie studiował historię rynku papierów wartościowych.

Mawiał: „Żadne stwierdzenie nie jest bardziej prawdziwe i bardziej odpowiednie dla Wall Street niż słynne ostrzeżenie Santayana: *Ci, którzy nie pamiętają przeszłości, są skazani na jej powtórzenie*".

Niniejsza książka, przez dziesięciolecia towarzyszyła inwestorom giełdowym na całym świecie. To z niej, pierwszą wiedzę o zasadach inwestowania, czerpali najlepsi zarządzający.

Mam nadzieję, że także Państwu pozwoli na poznanie fascynujących zagadnień związanych z inwestowaniem na giełdzie, przyczyniając się jednocześnie do osiągnięcia sukcesów inwestycyjnych.

Jarosław Kowalczuk

Prezes Zarządu Domu Inwestycyjnego
BRE Banku S.A.

Warren E. Buffett
Wstęp do wydania czwartego

Pierwszy raz przeczytałem tę książkę na początku 1950 roku, gdy miałem 19 lat. Wydawało mi się wówczas, że to najlepsza książka o inwestowaniu, jaką kiedykolwiek napisano. Dzisiaj nadal tak uważam.

Aby przez całe życie inwestować z sukcesami, nie potrzeba ogromnego IQ, nadzwyczajnego rozeznania w biznesie, ani trudno dostępnych informacji. Wystarczy stabilna struktura intelektualna, która umożliwia podejmowanie decyzji i broni się przed emocjami, prowadzącymi do jej niszczenia. Jak taka struktura ma wyglądać, jasno i precyzyjnie opisuje właśnie ta książka. Dyscyplinę emocjonalną musisz narzucić sobie sam.

Jeśli przestrzegasz zalecanych przez Benjamina Grahama zasad postępowania i prowadzenia biznesu – a szczególnie jeśli słuchasz nieocenionych rad z 8. i 20. rozdziału – wtedy nie możesz osiągnąć słabych wyników ze swoich inwestycji. Osiągnięcie wybitnych rezultatów zależy od tego, ile pracy i wysiłku intelektualnego włożysz w swoje inwestycje oraz od amplitudy kapryśnych zmian na giełdzie, w okresie twojej kariery inwestycyjnej. Im spokojniej na giełdzie, tym większe szanse dla poważnego inwestora. Idź za Grahamem, a twoje zyski będą rosły, zamiast poddawać się kaprysom giełdy.

Dla mnie Graham to ktoś więcej niż nauczyciel i autor książek. Tylko ojciec wywarł większy wpływ na moje życie niż on. Zaraz po śmierci Bena w 1976 roku, zamieściłem o nim poniższe wspomnienie w *Financial Analysts Journal*. Mam nadzieję, że podczas lektury tej książki, zauważysz kilka jego cech, o których napisałem w tym panegiryku.

BENJAMIN GRAHAM
1894–1976

Kilka lat temu, niemal osiemdziesięcioletni wówczas Benjamin Graham, powiedział przyjacielowi, że każdego dnia chciałby robić „coś głupiego, coś kreatywnego i coś wielkodusznego".

Wymienienie jako pierwszego tego, żartobliwego celu, świadczy o jego umiejętności prezentowania koncepcji bez patosu i chełpliwości. Chociaż posiadały one ogromną siłę, przedstawiał je w sposób bardzo wyważony.

Czytelnikom tego magazynu, nie trzeba ukazywać jego osiągnięć pod kątem kreatywności. Rzadko się zdarza, aby dzieło twórcy jakiejś dyscypliny, nie zostało szybko przyćmione przez prace jego następców. Jednak, mimo upływu 40 lat od pierwszego wydania książki, która wniosła strukturę i logikę do nieuporządkowanej i pogmatwanej dziedziny analizy papierów wartościowych, nawet trudno sobie wyobrazić kandydata na drugie miejsce w tej dyscyplinie. W branży, w której większość tekstów po kilku tygodniach lub miesiącach od publikacji staje się nieco śmieszna, zasady Bena nadal pozostają aktualne – ich wartość doceniana i rozumiana jest szczególnie wówczas, gdy zaczyna się finansowa zawierucha, która burzy słabsze struktury intelektualne. Jego mądre rady zapewniały niewzruszoność tym, którzy ich przestrzegali – nawet jeśli byli mniej utalentowani, popełnili błąd, czy poszli za bardziej modnymi i błyskotliwymi pomysłami.

Istotnym aspektem dominacji Bena w swojej dziedzinie było to, że nie zawęził aktywności intelektualnej, koncentrując się wyłącznie na jednym celu. Dominacja ta była raczej produktem ubocznym intelektu o takiej rozpiętości, że nie da się tego nawet ująć w słowa. Nigdy nie spotkałem kogoś, o tak szerokich horyzontach umysłowych. Dzięki pamięci dosłownie absolutnej, niespożytej fascynacji nową wiedzą i umiejętności przedstawiania jej w formie pasującej do pozornie niezwiązanej z nią problematyki, potrafił z zachwytem snuć rozmyślania na każdy temat.

Natomiast jeśli chodzi o wielkoduszność, to nie miał sobie równych. Był moim nauczycielem, pracodawcą i przyjacielem. W każdej z tych relacji okazywał całkowitą otwartość i szczodrze dzielił się – podobnie jak ze wszystkimi uczniami, pracownikami i przyjaciółmi – swoimi myślami, swoim czasem i swoim duchem. Jeśli sytuacja wymagała klarowności myślenia, najlepiej było zwrócić się do niego. Ben był zawsze gotów udzielić rady i dodać otuchy, gdy ktoś tego potrzebował.

Walter Lippmann mówił o ludziach sadzących drzewa, pod którymi inni mogą usiąść. Takim człowiekiem był Ben Graham.

Przedruk z *Financial Analysts Journal*, listopad/grudzień 1976

Jason Zweig
Słowo o Benjaminie Grahamie

Kim był Benjamin Graham i dlaczego trzeba o nim mówić?

Był nie tylko jednym z najlepszych inwestorów na świecie, ale także największym w dziejach, filozofem praktycznego inwestowania. W czasach przed nim, osoby obracające pieniędzmi postępowały niczym średniowieczna gildia, kierująca się w dużej mierze przesądami, domysłami i hermetycznymi rytuałami. Książka Grahama pt. *Security Analysis* przekształciła te skostniałe kręgi w nowoczesną profesję.*

A *Inteligentny inwestor* to pierwsza, przeznaczona dla indywidualnych inwestorów książka, opisująca strukturę emocjonalną i analityczne instrumenty, które stanowią podstawę sukcesu finansowego. Nadal pozostaje najlepszą pozycją, jaką kiedykolwiek napisano dla przeciętnego odbiorcy. Przeczytałem ją zaraz po tym, gdy jako świeżo upieczony dziennikarz w 1987 roku, zacząłem pracować w *Forbes*. Zaskoczyła mnie wtedy niewzruszona pewność Grahama, że każdy rynek byka wcześniej czy później musi skończyć się źle. W październiku tego roku, doszło do jednego z największych krachów w dziejach amerykańskiej giełdy, a ja byłem wstrząśnięty (obecnie, po szalonej hossie końca lat 90., i brutalnej bessie początku nowego wieku, słowa zawarte w *Inteligentnym inwestorze*, brzmią bardziej proroczo niż kiedykolwiek).

Droga Grahama do wiedzy nie była łatwa. Na własnej skórze poznał cierpienia finansowej porażki. Przez dziesięciolecia studiował historię i psychologię giełdy. Urodził się jako Benjamin Grossbaum 9 maja 1894 roku w Londynie. Jego ojciec handlował porcelanowymi figurkami i naczyniami.** Gdy Ben miał rok, cała rodzina przeniosła się do Nowego Jorku.

* Współautorem tej, wydanej w 1934 roku, książki był David Dodd.
** Grossbaumowie zmienili nazwisko podczas pierwszej wojny światowej, kiedy to podejrzliwie podchodzono do osób noszących nazwiska niemieckie.

Początkowo żyli dostatnio przy Fifth Avenue, mieli służącą, kucharza i francuską guwernantkę. Ale po śmierci ojca, w 1903 roku, porcelanowy biznes zaczął się chwiać, a rodzina popadała w biedę. Matka Bena zrobiła z domu pensjonat. Potem, za pożyczone pieniądze, zaczęła inwestować „na bazie marży", a w 1907 roku splajtowała. Ben do końca życia zapamiętał upokorzenie, które spotkało go, gdy poszedł zrealizować za matkę czek i podsłuchał, jak kasjer zadaje pytanie: – Czy Dorothy Grossbaum ma pokrycie na pięć dolarów?

Na szczęście Benjamin zdobył stypendium na Columbia University, gdzie jego inteligencja mogła w pełni rozkwitnąć. W 1914 roku ukończył studia z drugą pozycją na roku. Przed końcem ostatniego semestru trzy wydziały – filozofii, języka angielskiego i matematyki – zaproponowały mu stanowiska. Miał wtedy zaledwie 20 lat.

On jednak, zamiast na uczelni, wolał spróbować szczęścia na Wall Street. Zaczął od pracy urzędniczej w firmie handlującej obligacjami, potem został w niej analitykiem, następnie partnerem i wkrótce kierował firmą inwestycyjną należącą częściowo do niego.

Nie zaskoczyłby go boom internetowy i nagły wzrost cen spółek internetowych. W 1919 roku osiągnął 250% zysku już pierwszego dnia obrotu akcjami Savold Tire, nowej spółki z kwitnącego przemysłu motoryzacyjnego. Po październikowym krachu firmę oskarżono o defraudację, a jej akcje stały się bezwartościowe.

Graham osiągnął mistrzostwo w niemal mikroskopowo szczegółowym badaniu akcji. W 1925 roku, przekopując raporty Amerykańskiej Komisji Handlu na temat ropociągów, natknął się na wiadomość, że firma Nothern Pipe Line – jej akcje kosztowały wtedy 65 dolarów – trzyma co najmniej 80 dolarów na akcję w bezpiecznych obligacjach (kupił te akcje, nakłonił dyrekcję do zwiększenia dywidendy i trzy lata później sprzedał po 110 dolarów).

Mimo druzgocącego spadku cen akcji, sięgającego 70%, podczas wielkiego krachu w latach 1929–1932, Grahamowi udało się przetrwać, a nawet dobrze prosperować, bo korzystał z przemijającej hossy. Nie wiadomo dokładnie, kiedy po raz pierwszy osiągnął zyski, ale od 1936 roku, aż do odejścia na emeryturę w 1956 roku, jego Graham-Newman Corp. osiągał co najmniej 14,7% wzrostu rocznie i był to jeden z najlepszych długofalowych wyników notowanych w dziejach Wall Street (dla porównania średnia dla Wall Street to 12,2%).*

* Graham-Newman Corp. był otwartym funduszem powierniczym (patrz: Rozdział 9.), który Graham prowadził do spółki z Jerome'm Newmanem, również mądrym inwestorem. Przez

Jak to się Benjaminowi Grahamowi udało? Łącząc niezwykłą sprawność intelektualną ze zdrowym rozsądkiem i szerokim doświadczeniem, opracował podstawowe zasady inwestowania, które dzisiaj są przynajmniej tak samo aktualne, jak w jego czasach:

- Akcja to nie tylko symbol na taśmie telegrafu albo elektroniczne błyski, lecz świadectwo posiadania konkretnej spółki, której zasadnicza wartość nie zależy od ceny akcji.
- Giełda jest jak wahadło, które stale odchyla się od nieuzasadnionego optymizmu (co sprawia, że ceny akcji są zbyt wysokie) do przesadzonego pesymizmu (gdy akcje są zbyt tanie). Inteligentny inwestor to realista, który sprzedaje optymistom i kupuje od pesymistów.
- Przyszła wartość każdej inwestycji jest funkcją jej obecnych kosztów. Im większe poniesiesz koszty, tym mniejszy osiągniesz zysk.
- Choćby inwestor był nie wiadomo jak ostrożny, przed jednym ryzykiem nie jest w stanie się uchronić, a mianowicie przed ryzykiem pomyłki. Tylko zachowywanie, jak to nazywa Graham, „marginesu bezpieczeństwa": nigdy nie przepłacać, choćby nie wiadomo jakie emocje budziła inwestycja – pozwala minimalizować prawdopodobieństwo błędu.
- Ty sam posiadasz sekret powodzenia inwestycji. Jeśli staniesz się krytykiem, który nigdy nie wierzy w to, o czym mówi się na Wall Street, i będziesz inwestował z cierpliwością i pewnością siebie, możesz odnosić stałe korzyści podczas najgorszej bessy. Rozwijając dyscyplinę i odwagę, nie pozwalasz, aby zmienne nastroje innych ludzi rządziły losem twoich finansów. Od tego, jak ty się zachowujesz, ważniejsze jest, jak zachowują się twoje finanse.

Wydanie poprawione *Inteligentnego inwestora* stawia sobie za cel dopasowanie koncepcji Grahama do współczesnych rynków finansowych, przy całkowitym zachowaniu nienaruszalności oryginalnego tekstu (z wyjątkiem przypisów wyjaśniających)*. Po każdym rozdziale Grahama znajduje się współczesny komentarz. W tych przewodnikach dla czytelnika podaję przykłady wydarzeń z ostatnich lat, aby pokazać, że zasady Grahama pozostają aktualne – i odkrywcze – do dziś dnia.

większość czasu, fundusz był zamknięty dla nowych uczestników. Dziękuję Walterowi Schlossowi za udostępnienie danych na temat zysków Graham-Newman. Wymieniany przez Grahama w *Posłowiu* 20% zysk najwyraźniej nie uwzględniał prowizji menedżerskiej.

* Przedrukowany tutaj tekst pochodzi z wydania czwartego poprawionego, które Graham uaktualnił w latach 1971–1972, i które ukazało się w roku 1973.

Wszystkim tym, którzy czytają mistrzowski tekst Grahama po raz pierwszy – ale także po raz czwarty lub piąty – zazdroszczę przeżywanego podekscytowania i doznawanego olśnienia. Jak wszystkie książki należące do klasyki, *Inteligentny inwestor* uczy nas i zmienia nasz pogląd na świat. Im częściej się tę książkę czyta, tym bardziej staje się to oczywiste. Jeśli Graham zostanie twoim przewodnikiem, masz zagwarantowane, że staniesz się inwestorem o niebo inteligentniejszym.

Wprowadzenie

Jaki jest cel tej książki?

Książka ta stawia sobie za cel dostarczenie – w formie przystępnej dla laika – wskazówek na temat opracowywania i realizowania polityki inwestycyjnej. Stosunkowo niewiele zostanie tu powiedziane na temat technik analizy papierów wartościowych, ponieważ skoncentrowaliśmy się głównie na postawach inwestorów i zasadach inwestowania. Mimo to, przedstawimy pewną liczbę skrótowych analiz akcji – głównie w parach notowanych na New York Stock Exchange – aby na konkretnych przykładach pokazać ważne elementy odgrywające rolę przy wyborze określonych walorów.

Najwięcej miejsca poświęcimy prawidłowościom, występującym w zachowaniach rynków, na przestrzeni niejednokrotnie nawet kilkudziesięciu lat. Aby inteligentnie inwestować w papiery wartościowe, należy posiąść odpowiednią wiedzę na temat tego, jak różne rodzaje akcji i obligacji zachowują się w określonych warunkach, ponieważ z niektórymi z nich można później zetknąć się ponownie. Żaden z cytatów nie pasuje do Wall Street tak, jak sławne ostrzeżenie Santayany: „Ci, którzy zapominają o przeszłości, są skazani na jej powtarzanie".

Nasz tekst jest skierowany do inwestorów, a nie do spekulantów, zatem naszym najważniejszym zadaniem będzie wyjaśnienie i zaakcentowanie nieco zapomnianych różnic między tymi dwiema postawami. Na początku trzeba też wyraźnie zaznaczyć, że nie jest to książka o tym, „jak zarobić milion". Ani na Wall Street, ani nigdzie indziej, nie ma łatwych i pewnych dróg do bogactwa. Te słowa dobrze ilustruje pewna historia, którą warto tu przytoczyć, zwłaszcza że zawiera ona więcej niż jeden morał. W pamiętnym 1929 roku, John J. Raskob, ważna osobistość nie tylko dla Wall Street, ale i dla całego kraju, w artykule *Każdy powinien się bogacić* opublikowanym na łamach

Ladies' Home Journal, wychwalał błogosławieństwa kapitalizmu.* Twierdził, że inwestując zaledwie 15 dolarów miesięcznie w dobre akcje, i reinwestując dywidendy, po 20 latach człowiek zgromadzi 80 000 dolarów chociaż włożył tylko 3600 dolarów. Gdyby ten magnat z General Motors miał rację, to naprawdę droga do bogactwa byłaby łatwa. Z naszych pobieżnych kalkulacji – opartych na hipotetycznej inwestycji w akcje 30 spółek z indeksu DJIA (Dow Jones Industrial Average) – wynika, że gdyby ktoś skorzystał z porady Raskoba w latach 1929–1948, na początku 1949 roku jego akcje warte byłyby w sumie około 8500 dolarów. To znacznie mniej niż 80 000 obiecane przez słynną osobistość. Na tym przykładzie najlepiej widać, jaką wagę należy przykładać do takich optymistycznych prognoz i założeń. A tak na marginesie trzeba zauważyć, że roczny zysk w okresie 20 lat mógł wynieść ponad 8% rocznie i to pomimo faktu, że kiedy inwestor zaczynałby kupować akcje indeks DJIA wynosił 300, a na koniec 1948 roku 177. Taki argument może przemawiać za regułą comiesięcznego kupowania dobrych akcji przez wszystkich – program ten nosi nazwę *dollar cost average*.

Nasza książka nie jest skierowana do spekulantów, czyli do tych, którzy handlują na giełdzie. Większość z nich kieruje się wykresami i w dużej mierze mechanicznymi instrumentami pomagającymi określić, kiedy najkorzystniej kupować i sprzedawać. We wszystkich tych tak zwanych „podejściach technicznych", obowiązuje zasada, że trzeba kupować akcje, *ponieważ* ich cena rośnie albo giełda przejawia tendencje wzrostowe, a sprzedawać, *ponieważ* cena spada. To wbrew zdrowemu rozsądkowi w każdym biznesie, i mało prawdopodobne, aby miało prowadzić do trwałego sukcesu na giełdzie papierów wartościowych. Podczas naszych doświadczeń i obserwacji giełdowych nie spotkaliśmy ani jednej osoby, która regularnie zarabiałaby pieniądze na „podążaniu za rynkiem". Nie wahamy się powiedzieć, że jest to podejście równie popularne, co złudne. Później zilustrujemy to przykładem – którego oczywiście nie można traktować jako dowodu – w krótkim omówieniu słynnej *Dow theory* na temat kupowania i sprzedawania na giełdzie papierów wartościowych.**

* John J. Raskob (1879–1950) był dyrektorem Du Pont, ogromnego przedsiębiorstwa chemicznego, i przewodniczącym komisji finansowej General Motors. Pełnił też funkcję przewodniczącego Partii Demokratycznej i dzięki jego staraniom wzniesiono Empire State Building. Wyliczenia profesora finansów Jeremy'ego Siegela potwierdzają, że plan oszczędnościowy Raskoba pozwoliłby na osiągnięcie po 20 latach niecałych 9000 dolarów, a większość tego zysku pochłonęłaby inflacja. Najlepsze i najnowsze podejście do poglądów Raskoba na długoterminowe inwestycje w akcje, znajdziesz w opracowaniu doradcy finansowego Williama Bernsteina na www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm.

** Krótkie omówienie Grahama znajduje się na str. 182–183. Więcej szczegółów na temat teorii Dowa patrz: www.viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html.

Od pierwszego wydania *Inteligentnego inwestora* w 1949 roku, mniej więcej co pięć lat, ukazywały się uzupełnienia. W uaktualnieniu do obecnego wydania będziemy musieli uwzględnić znacznie większą ilość zmian, jakie pojawiły się od 1965 roku. Należą do nich:

1. Bezprecedensowy wzrost odsetek z wysokooprocentowanych obligacji.
2. 35% spadek poziomu cen wiodących akcji zwykłych, który zakończył się w maju 1979 roku, to największy wyrażany w procentach spadek od jakichś 30 lat (niezliczona liczba walorów gorszej jakości odnotowała jeszcze większe spadki).
3. Ustawiczna inflacja hurtowych i detalicznych cen, która nabierała rozpędu nawet w obliczu ogólnego ostudzenia gospodarki w 1970 roku.
4. Szybki rozwój przedsiębiorstw zwanych „konglomeratami", popularność franczyzy i pojawienie się innych nowinek biznesowych i finansowych (między innymi podejrzane „letter stock"[1], prawa poboru akcji premiowych, zwodnicze nazwy, wykorzystywanie banków zagranicznych i inne).*
5. Bankructwo największej linii kolejowej, zbyt wysokie krótko- i długoterminowe zadłużenie wielu niegdyś mocno zabezpieczonych przedsiębiorstw, a nawet niepokojący problem wypłacalności firm z Wall Street.**
6. Pojawienie się mody na „sztuczną poprawę wyników" w zarządach funduszy odnoszących niepokojące rezultaty (także niektórych funduszy powierniczych prowadzonych przez banki).

Bierzemy te zjawiska pod baczną uwagę, a niektóre z nich spowodują zmianę wniosków z poprzednich edycji. Podstawowe zasady solidnego inwestowania nie powinny zmieniać się co 10 lat, ale stosowanie tych zasad trzeba dopasowywać do zmian w klimacie gospodarczym i mechanizmach finansowych.

* „Letter stock" to akcje urzędowo nie dopuszczone do obrotu giełdowego. Fundusze inwestycyjne skupowały je w transakcjach pozagiełdowych, a potem natychmiast zawyżały ich cenę publiczną (patrz: definicja Grahama na str. 524). Dzięki temu, w połowie lat 60., „go go" funds wykazywały niewiarygodnie wysokie zyski roczne. W 1969 roku U.S. Securities and Exchange Commission uznała to za nadużycie i inwestorzy mogli przestać się martwić tą sprawą. Prawa poboru akcji premiowych, zostaną omówione w Rozdziale 16.

** Największa wówczas linia kolejowa USA, Penn Central Transportation Co., wystąpiła 21 czerwca 1970 roku o ochronę przed upadłością, czym zszokowała inwestorów, którzy nie spodziewali się, że tak ogromna firma może zbankrutować (patrz: str. 423). Do przedsiębiorstw ze „zbyt wysokim" zadłużeniem Graham zaliczał Ling-Temco-Vought i National General Corp (patrz: str. 388 i 423). „Problem wypłacalności" na Wall Street pojawił się między rokiem 1968, a rokiem 1971, gdy nagle splajtowało kilka prestiżowych domów maklerskich.

To ostatnie zdanie zostało wystawione na próbę podczas prac nad obecnym wydaniem. Pierwsza wersja była ukończona w styczniu 1971 roku. W tym czasie indeks DJIA odbił się od swojego minimum z 1970 roku, czyli 632, i w 1971 wzrósł do 951, więc zapanował powszechny optymizm. W chwili składania ostatecznej wersji, w listopadzie 1971, ceny giełdowe znów zaczęły spadać, a DJIA na poziomie 797 oznaczał powszechny niepokój o przyszłość. Staraliśmy się, aby takie wahania nie wpłynęły na ogólne podejście do solidnej polityki inwestycyjnej, która pozostaje niezmienna od pierwszego wydania z 1949 roku.

Spadki na giełdzie w latach 1969–1970, rozwiały złudzenia z ostatnich 20 lat. Wtedy każdą akcję można było kupić w dowolnym czasie i za dowolną cenę, i była pewność, że przyniesie zysk, a jeśli nawet jakaś korekta doprowadziła do spadku jej ceny, to i tak było wiadomo, że wkrótce znów zdrożeje do wysokiego poziomu. To zbyt piękne, aby było prawdziwe. Po długiej przerwie giełda „wróciła do normalności" – zarówno inwestorzy, jak i spekulanci znów muszą być gotowi nie tylko na wzrost, ale także na znaczne i długotrwałe spadki wartości swoich portfeli.

Wśród wielu akcji drugo- i trzeciorzędnych, zwłaszcza spółek, które wypłynęły niedawno, zamieszanie wywołane załamaniem rynku spowodowało katastrofę. Załamanie samo w sobie nie było niczym nowym – do podobnego doszło w latach 1961–1962 – teraz jednak pojawił się nieznany dotychczas element, mianowicie taki, że w tego typu spekulacyjnych, i często wycenionych zbyt wysoko walorach, znaczą część aktywów ulokowały niektóre fundusze inwestycyjne. Najwyraźniej nie tylko nowicjuszy należy ostrzegać, że chociaż entuzjazm bywa przydatny w wielu dziedzinach, na Wall Street nieuchronnie prowadzi do niepowodzenia.

Ważnym problemem, którym musimy się zająć, jest znaczny wzrost odsetek z wysokooprocentowanych obligacji. Od końca 1967 roku, inwestorzy mogą uzyskać z takich obligacji dwukrotnie wyższy zysk, niż z dywidendy akcji zwykłych. Na początku 1972 roku, zysk z wysokooprocentowanych obligacji wynosił 7,19%, a z akcji spółek przemysłowych tylko 2,76% (dla porównania, pod koniec 1964 roku, liczby te wynosiły odpowiednio 4,40% i 2,92%). Trudno to sobie wyobrazić, ale gdy pisałem tę książkę w roku 1949, proporcje wyglądały odwrotnie: obligacje przynosiły 2,66%, a akcje 6,82%.[2] W poprzednich wydaniach twierdziliśmy, że co najmniej 25% portfela inwestora konserwatywnego musi składać się z akcji zwykłych, chociaż sugerowaliśmy, że portfel powinien zawierać raczej po połowie akcji i obligacji. Teraz należy się zastanowić, czy przewaga obligacji nad akcjami, nie uzasadnia polityki inwestowania wyłącznie w obligacje, dopóki pomiędzy zyskami z tych dwóch rodzajów walorów nie zarysuje się rozsądniejsza proporcja, a spodziewamy się, że do tego dojdzie. Oczywiście ważną sprawą przy podejmowaniu decyzji, będzie też wysoka inflacja. Jej omówieniu zostanie poświęcony cały rozdział.*

Dawniej, wyraźnie odróżnialiśmy dwa rodzaje inwestorów, do których adresowana jest ta książka – „defensywnych" i „przedsiębiorczych". Inwestor defensywny (bierny) przede wszystkim stara się unikać poważnych błędów i strat. Stara się unikać wysiłku, niepokoju i konieczności częstego podejmowania decyzji. Zasadniczą cechą inwestora przedsiębiorczego (aktywnego, agresywnego), jest gotowość do poświęcenia czasu i pracy na wybór akcji bardziej atrakcyjnych niż przeciętne. Przez kilkadziesiąt lat, taki inwestor mógł w zamian za swój wysiłek, spodziewać się wartościowej nagrody w postaci zysków wyższych niż osiąga inwestor pasywny. Obecnie mamy poważne wątpliwości, czy w dzisiejszych warunkach, aktywny inwestor naprawdę może liczyć na tego typu gratyfikację. Ale w przyszłym roku, lub w przyszłych latach, może się to zmienić. Dlatego będziemy o możliwościach przedsiębiorczego inwestowania mówili w taki sam sposób, jak w poprzednich okresach, które być może powrócą.

Przez wiele lat pokutował pogląd, że sztuka skutecznego inwestowania polega na tym, aby najpierw wyłonić branże, które według wszelkiego prawdopodobieństwa, w przyszłości będą się rozwijać, a potem wybrać z tych branż najbardziej obiecujące firmy. Na przykład, sprytny inwestor – lub sprytni doradcy – od dawna przewidywali rozwój całego przemysłu komputerowego, a w szczególności firmy IBM. Podobnie, w przypadku kilku innych branż i firm. Ale teraz już nie jest tak łatwo. Aby dokładnie to wyjaśnić, na początek pozwolimy sobie zacytować fragment, który został zamieszczony w pierwszym wydaniu tej książki z 1949 roku.

> Taki inwestor może na przykład kupować akcje linii lotniczych, bo wierzy, że czeka je bardziej świetlana przyszłość, niż to wynika z obecnych trendów. Dla niego w tej książce cenniejsze, od pożytecznych technik, które mogłyby mu pomóc, będą ostrzeżenia przed pułapkami związanymi z jego ulubionym podejściem inwestycyjnym.**

* Patrz: Rozdział 2. Na początku 2003 roku, dziesięcioletnie amerykańskie obligacje skarbowe przynosiły 3,8%, a akcje (z DJIA) 1,9% (proszę zwrócić uwagę, że proporcje te niewiele różnią się od tych z 1964 roku). Od 1981 roku odsetki z wysokooprocentowanych obligacji stale spadają.

** Pod koniec lat 40. akcje linii lotniczych budziły tyle samo emocji, co akcje spółek internetowych pół wieku później. Do najmodniejszych funduszy inwestycyjnych tamtej ery należały, Aeronautical Securities i Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund. Podobnie jak akcje, które po-

Pułapki we wspomnianej branży okazały się szczególnie niebezpieczne. Oczywiście łatwo było prognozować, że w kolejnych latach ruch lotniczy przeżyje spektakularny wzrost. Z tego powodu akcje spółek lotniczych stały się ulubieńcami funduszy inwestycyjnych. Lecz mimo wzrostu przychodów – w tempie jeszcze szybszym niż w branży komputerowej – kłopoty techniczne i nadmierny rozrost mocy przewozowych spowodowały, że zyski wyglądały katastrofalnie. W latach 70., mimo wzrostu ruchu powietrznego, linie lotnicze przyniosły akcjonariuszom około 200 mln dolarów strat (w 1945 roku i 1961 roku także wykazywały straty). W okresie 1969–1970, ceny akcji tych spółek spadły bardziej niż ogólnie ceny giełdowe. Z zapisków archiwalnych wynika, że nawet wysoko opłacani, profesjonalni eksperci z funduszy inwestycyjnych, mylili się zupełnie w kwestii tej potężnej i dobrze rozpoznanej branży.

Z drugiej strony, chociaż fundusze inwestycyjne sporo zainwestowały w akcje IBM i sporo na nich zyskują, to wysoka cena i brak *pewności* w kwestii tempa ich wzrostu sprawiają, że fundusze utrzymują w swoich portfelach nie więcej niż, powiedzmy, 3% akcji tej znakomicie spisującej się firmy. Dlatego te, jak najbardziej trafnie wybrane akcje, nie mają znaczącego wpływu na ogólne wyniki funduszy. Co więcej wiele – jeśli nie większość – inwestycji w spółki komputerowe inne niż IBM, okazywało się niedochodowe. Z tych przykładów wyłaniają się dwie konkluzje:

1. Znakomite perspektywy rozwoju danej branży nie muszą przekładać się na zyski inwestorów.
2. Eksperci nie mają wiarygodnych metod na wybieranie najbardziej obiecujących spółek z najbardziej obiecujących branż.

Autor nie stosował takiego podejścia, gdy zarządzał funduszem i nic nie doradzi, ani nie zachęci w żaden sposób tych, którzy chcieliby wypróbować tę metodę.

A zatem, co chcemy osiągnąć za pośrednictwem tej książki? Naszym podstawowym celem będzie przeprowadzenie czytelnika przez tereny, na których mógłby popełnić poważne błędy, i opracowanie takiej polityki inwestycyjnej, z którą będzie czuł się bezpiecznie. Powiemy też nieco o psychologii inwestowania. Ponieważ głównym problemem – może nawet wrogiem – inwestora jest on sam („wina, drogi inwestorze, leży nie po stronie gwiazd ani akcji, ale po naszej..."). To jest szczególnie widoczne w ostatnich dziesięcioleciach, gdy konserwatywni inwestorzy stanęli przed koniecznością zakupu akcji i, chcąc nie chcąc, wystawili się na pokusy i emocje związane z giełdą papierów wartościowych. Za pomocą argumentów, przykładów i zachęt, mamy nadzieję pomóc naszym czytelnikom w przyjęciu odpowiedniego nastawienia umysłowego i emocjonalnego, wobec decyzji inwestycyjnych. Zwyczajni ludzie, z temperamentem odpowiednio dopasowanym do procesu inwestowania, na naszych oczach potrafili zarobić i *nie stracić* więcej pieniędzy niż ci, którym brakowało tej cechy, a posiadali ogromną wiedzę z dziedziny finansów, rachunkowości i giełdy papierów wartościowych.

Ponadto, mamy nadzieję zaszczepić czytelnikom skłonność do dokonywania rzetelnych ocen. W dziewięćdziesięciu dziewięciu przypadkach na sto, potrafiliśmy stwierdzić, że akcje są na tyle tanie, aby je kupić, i na tyle drogie, że warto je sprzedać. Dla inwestora nieoceniony jest nawyk zestawiania tego, ile trzeba zapłacić, z tym, co jest do zaoferowania. Wiele lat temu, w pewnym kobiecym czasopiśmie, radzono czytelniczkom, aby kupowały akcje nie jak perfumy, ale jak produkty spożywcze. W ostatnich latach (a także w podobnych sytuacjach wcześniej), doszło do wielu druzgocących strat na akcjach, ponieważ kupujący zapominali zapytać – „po ile?".

W czerwcu 1970 roku rentowność wystawionych na sprzedaż wysokooprocentowanych obligacji państwowych wynosiła 9,40%. Teraz liczba ta spadła do 7,3%. Po co więc szukać innych sposobów, skoro można mieć pewny zysk na obligacjach? Ponieważ istnieją inne sposoby i trzeba je starannie rozważyć. Poza tym powtarzamy, że i my, i nasi czytelnicy, musimy być z wyprzedzeniem przygotowani na to, że w latach, powiedzmy, 1973–1977 będzie zupełnie inna sytuacja.

Dlatego dość szczegółowo zaprezentujemy korzystny program inwestowania w akcje zwykłe. Część mogą realizować oba typy inwestorów, a część jest przeznaczona wyłącznie dla inwestorów przedsiębiorczych. Jest dość dziwne, że jedyny wymóg, jaki tutaj stawiamy, jest taki, aby nasi czytelnicy ograniczyli się do walorów sprzedawanych niewiele ponad wartość aktywów materialnych spółki.* Chociaż to rada nieco staroświecka, przydaje się

siadały, okazały się inwestycyjną porażką. Obecnie powszechnie uważa się, że generalnie, na przestrzeni całych swoich dziejów, akcje linii lotniczych były niedochodowe. Graham wyciąga stąd wniosek, że nie trzeba było unikać akcji spółek lotniczych, ale „pewności", że w przyszłości jedna branża może prześcignąć inne.

* Do aktywów materialnych zalicza się fizyczny majątek spółki (nieruchomości, fabryki, sprzęt, zapasy magazynowe), a także środki finansowe (gotówka, krótkoterminowe inwestycje, należności). Wśród elementów nie zaliczanych do aktywów materialnych są prawa autorskie, nazwy marek, patenty, licencje, reputacja i znaki handlowe. Po szczegółowe informacje o wyliczaniu aktywów materialnych, zajrzyj do przypisu na str. 186.

pod względem praktycznym i psychologicznym. Doświadczenie nauczyło nas, że choć istnieje wiele dobrze rozwijających się przedsiębiorstw, wartych kilka razy więcej niż ich aktywa netto, inwestor kupujący ich akcje za bardzo uzależnia się od giełdowych kaprysów i wahań. Natomiast osoba inwestująca w, dajmy na to, przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, wyceniane niewiele ponad poziom wartości aktywów netto, zawsze może uważać się za posiadacza akcji solidnej, rozwijającej się firmy, zakupionych po rozsądnej cenie – niezależnie, co na ten temat sądzi giełda. Taka konserwatywna polityka, ostatecznie przynosi większe korzyści, niż ekscytujące przygody z akcjami spółek z ponętnych i niebezpiecznych branż rokujących wzrost.

Sztuka inwestowania ma jedną, powszechnie niedocenianą, cechę. Rzetelne, choć mało spektakularne wyniki, może osiągać inwestor-laik przy minimum wysiłku i umiejętności, ale aby wznieść się ponad tę łatwą do osiągnięcia przeciętność, trzeba bardziej się przyłożyć i zdobyć większą wiedzę. Jeżeli do swojego programu inwestycyjnego wniesiesz *tylko trochę* nowej wiedzy i mądrości, to może się okazać, że zamiast osiągnąć nieco lepsze rezultaty, pogorszyłeś swoją sytuację.

Skoro każdy, kupując i trzymając akcje reprezentatywnych spółek, może osiągać wyniki równe średnim giełdowym, to „wybicie się ponad przeciętność" wydawałoby się zadaniem stosunkowo łatwym. W rzeczywistości jednak, zaskakująco duży odsetek mądrych ludzi próbuje to osiągnąć bezskutecznie. Nawet większość funduszy inwestycyjnych, gdzie zatrudnieni są doświadczeni pracownicy, na przestrzeni wielu lat nie osiąga wyników dorównujących średnim giełdowym. Za taką sytuację odpowiadają, m.in. publikacje prognoz giełdowych sporządzanych przez domy maklerskie; mamy solidne dowody na to, że na ich kalkulacjach można polegać tak samo, jak na rzucaniu monetą.

Pisząc tę książkę, staraliśmy się pamiętać o tej pułapce. Podkreślaliśmy już zalety prowadzenia prostej polityki zawartości portfela – kupować wysokooprocentowane obligacje i zdywersyfikowane akcje wiodących spółek – z którą, przy niewielkiej pomocy eksperta, poradzi sobie każdy inwestor. Wypady poza tę strefę bezpieczeństwa i stabilności, wydają się pełne niebezpieczeństw i trudności, zwłaszcza wynikających z temperamentu inwestora. Przed zdecydowaniem się na taką przygodę, inwestor powinien sam czuć się pewnie i być pewny swoich doradców, a szczególnie tego, czy dokładnie zdają sobie sprawę z różnicy między inwestowaniem a spekulacjami, a także między ceną giełdową a wartością.

Twarde podejście do inwestowania, mocno oparte na zasadzie „marginesu bezpieczeństwa", może owocować znacznymi zyskami. Ale jeśli ktoś, zamiast postawić na pewne zyski z inwestowania defensywnego, postanawia sięgnąć po te dodatkowe dochody, musi koniecznie dokonać najpierw rzetelnej samooceny.

I na koniec wspomnienie. Kiedy autor, jako młody człowiek, w czerwcu 1914 roku pojawił się na Wall Street, nikt nie miał pojęcia, co będzie się dziać przez następne pół wieku (nie podejrzewano nawet, że dwa miesiące później wybuchnie wojna światowa, a New York Stock Exchange zostanie zamknięta). Teraz, w 1972 roku, okazujemy się najbogatszym i najpotężniejszym krajem świata, ale dręczonym przez poważne problemy i patrzącym w przyszłość z obawami i niepewnością. Jednak, jeśli przeanalizujemy nasze amerykańskie doświadczenia inwestycyjne, to zauważymy, że od 57 lat panuje względny spokój. Chociaż warunki na giełdach są nieprzewidywalne jak trzęsienia ziemi, jest prawdą niezmienną, że solidne zasady inwestycyjne przynoszą solidne zyski. I musimy przyjąć założenie, że nadal będą przynosiły.

Uwaga do czytelnika. Książka ta nie dotyczy *ogólnej* polityki finansowej ludzi oszczędzających i inwestorów. Odnosi się tylko do tej części ich finansów, którą zdecydowali się przeznaczyć na zakup, pozostających w obrocie giełdowym, papierów wartościowych czyli obligacji i akcji. Dlatego nie omawiamy tutaj tak ważnych instrumentów, jak konta oszczędnościowe, lokaty terminowe, rachunki w towarzystwach oszczędnościowo-kredytowych, ubezpieczenia na życie, ubezpieczenia emerytalne, kredyty hipoteczne. Czytelnik powinien pamiętać również, że gdy znajdzie w tekście słowo „obecnie" lub inne podobne słowa, odnoszą się one do końca roku 1971 i początku roku 1972.

KOMENTARZ DO WPROWADZENIA

Jeśli zbudowałeś zamki na piasku, twoja praca nie musi pójść na marne. One właśnie tam powinny stać. Teraz połóż pod nie fundamenty.

Henry David Thoreau, Walden

Zwróć uwagę, że Graham już na samym początku stawia sprawę jasno – książka nie instruuje, w jaki sposób podbić giełdę. Tego nie jest w stanie uczynić żadna godna zaufania lektura.

Ale dzieło Grahama zawiera trzy ważne lekcje:

- w jaki sposób minimalizować prawdopodobieństwo poniesienia nieodwracalnych strat,
- w jaki sposób maksymalizować szanse na rzetelne zyski,
- w jaki sposób panować nad autodestrukcyjnymi zachowaniami, z powodu których większość inwestorów nie jest w stanie wykorzystać w pełni swego potencjału.

Na początku boomu lat dziewięćdziesiątych XX wieku, gdy wydawało się, że akcje spółek technologicznych z dnia na dzień podwajają swoją wartość, przestroga o możliwości utraty niemal wszystkich pieniędzy wydawała się absurdalna. Ale pod koniec 2002 roku, wiele dot-comów i spółek telekomunikacyjnych straciło 95% i więcej swojej wartości. A gdy tracisz 95% swoich pieniędzy, to *żeby wrócić do punktu wyjścia*, musisz osiągnąć 1900% zysku.* Podejmowanie niemądrego ryzyka może tak głęboko wciągnąć w przepaść, że dosłownie nie ma już drogi wyjścia. Właśnie dlatego, Graham stale podkreśla, jak ważne jest unikanie strat – nie tylko w Rozdziałach 6., 14. i 20., ponieważ ostrzeżenia na ten temat wplecione zostały w cały tekst.

Choćbyśmy jednak byli nie wiadomo jak ostrożni, od czasu do czasu wartość inwestycji musi spaść. Tego ryzyka nikt nie jest w stanie wyelimi-

* Aby uświadomić sobie kontekst tego twierdzenia, zastanów się, jak często masz okazję kupić akcje po 30 dolarów, a sprzedać po 600.

nować, ale Graham pokazuje, w jaki sposób sobie z nim radzić, i jak kontrolować swoje lęki.

Czy jesteś inteligentnym inwestorem?

Odpowiedzmy sobie teraz na niezwykle ważne pytanie. Co właściwie Graham rozumie pod pojęciem „inteligentny" inwestor? Definiuje ten termin w pierwszym wydaniu książki i jasno daje do zrozumienia, że tego rodzaju inteligencja nie ma nic wspólnego z wynikami IQ albo SAT. Oznacza po prostu cierpliwość, zdyscyplinowanie i gotowość do nauki. Inteligentny inwestor musi także panować nad swoimi emocjami i myśleć o sobie. Graham wyjaśnia, że ten rodzaj inteligencji „odnosi się raczej do charakteru niż rozumu".*

Wysoki wynik IQ oraz wyższe wykształcenie, nie świadczą o inteligencji inwestora. W 1998 roku Long-Term Capital Management L.P., fundusz wysokiego ryzyka prowadzony przez zespół matematyków, informatyków i dwóch zdobywców Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii, przez kilka tygodni stracił 2 mld dolarów. Zainwestowali oni dużo, z założeniem, że rynek obligacji „wróci do normy". Ale rynek obligacji wykazywał coraz więcej i więcej odchyleń od normy, a LTCM pożyczył tyle pieniędzy, że jego upadek zatrząsł globalnym systemem finansowym.

W 1720 roku Sir Izaak Newton miał akcje South Sea Company, najlepiej rokującej spółki w Anglii. Wyczuwając, że giełda wymyka mu się spod kontroli, ten wielki fizyk stwierdził, że może „obliczać ruchy ciał niebieskich, ale nie jest w stanie skalkulować ludzkiego szaleństwa". Sprzedał swoje akcje ze stuprocentowym zyskiem za 7000 funtów. Ale kilka miesięcy później, na fali szalonego entuzjazmu giełdowego kupił je ponownie i... stracił 20 000 (ponad 3 mln dolarów, przeliczając na współczesne pieniądze). Do końca życia zabraniał wymawiać w swojej obecności słów „South Sea".**

Sir Izaak Newton zaliczał się do najinteligentniejszych ludzi, jacy kiedykolwiek żyli na świecie – w takim pojęciu inteligencji, jak ją rozumie większość z nas. Ale według Grahama, Newtonowi wiele brakowało do miana inteligentnego inwestora. Największy na świecie uczony pozwolił, aby szał tłumu wpłynął na jego osąd i zachował się jak głupiec.

* Benjamin Graham, *Inteligent Investor* (Harper & Row, 1949), str. 4.
** John Carswell, *The South Sea Bubble* (Cresset Press, Londyn 1960), str. 131, 191. Patrz też: www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html.

Mówiąc krótko, jeśli do tej pory ponosiłeś porażki inwestycyjne, to nie znaczy, że jesteś głupi. Raczej tak jak Izaak Newton, nie wypracowałeś dyscypliny, której wymagają sukcesy inwestycyjne. W Rozdziale 8. Graham opisuje, w jaki sposób doskonalić swoją inteligencję, panując nad emocjami i racjonalnie patrząc na giełdę. Dzięki temu nauczysz się, że bycie inteligentnym inwestorem to sprawa charakteru, a nie umysłu.

Kronika nieszczęść

Przyjrzyjmy się teraz najważniejszym wydarzeniom finansowym ostatnich kilku lat.

1. Między marcem roku 2000, a październikiem roku 2002 – największy krach giełdowy od czasów wielkiej recesji. Amerykańskie akcje straciły 50,2% wartości, czyli 7,4 tryliony.
2. Znacznie większe spadki cen akcji spółek, które w latach dziewięćdziesiątych uchodziły za najbardziej rokujące: AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent i Qualcomm. A do tego spadki wartości setek innych firm internetowych.
3. Oskarżenia o defraudacje na masową skalę w największych i najszacowniejszych korporacjach amerykańskich, m.in. w Enronie, Tyco i Xeroksie.
4. Bankructwa wzorowych niegdyś firm typu Conseco, Global Crossing i WorldCom.
5. Stawiane firmom rachunkowym zarzuty o fałszowanie ksiąg, a nawet niszczenie akt, aby pomóc klientom we wprowadzeniu w błąd inwestorów.
6. Oskarżanie prezesów wiodących firm o wyprowadzanie milionów dolarów do własnej kieszeni.
7. Udowodnienie analitykom z Wall Street, że publicznie chwalili pewne akcje, a prywatnie uważali je za śmieci.
8. Przekonanie ekspertów, że mimo ogromnych spadków, ceny giełdowe są zawyżone i czekają je dalsze obniżki.
9. Bezlitosny spadek stóp procentowych, który zamknął przed inwestorami alternatywę inwestowania w akcje.
10. Niespokojna sytuacja finansowa spowodowana zagrożeniem światowym terroryzmem i wojną na Bliskim Wschodzie.

Inwestorzy, którzy nauczyli się, i przestrzegają, reguł Grahama, mogą uniknąć (i unikają) większości problemów spowodowanych tymi nieszczęściami.

Jak mówił Graham: „O ile gdzie indziej entuzjazm bywa niezbędny do wielkich osiągnięć, o tyle na Wall Street niemal nieuchronnie prowadzi do katastrofy". Wielu ludzi dało się zwieść akcjom spółek internetowych, „pewniakom" i ogólnie akcjom, popełniając taki sam niemądry błąd jak Izaak Newton. Pozwolili, aby na ich osąd wpłynęły opinie innych inwestorów. Zignorowali ostrzeżenie Grahama, że „do wielu druzgocących strat" dochodzi zawsze, gdy inwestorzy zapominają zapytać „po ile?". A co najgorsze, ludzie ci, tracąc panowanie nad sobą wtedy, gdy jest ono najbardziej potrzebne, potwierdzili tezę Grahama, że „głównym problemem – może nawet wrogiem – inwestora jest on sam".

Pewny interes, którego nie było

Wiele osób dało się zwieść akcjom spółek technologicznych i internetowych, bo uwierzyli, że w każdym następnym roku, a może nawet już zawsze, w branży zaawansowanych technologii nadal będzie panował boom:

- W połowie 1999 roku, po osiągnięciu 117,3% zysku za pierwszych pięć miesięcy, Alexander Cheung, menedżer Monument Internet Fund, prognozował, że przez najbliższe trzy do pięciu lat, jego fundusz będzie osiągał 50% rocznego zysku, a średnia zwrotu za 20 lat wyniesie 35%.*
- Po tym, jak w 1999 roku, wartość jednostek funduszu Amerindo Technology Fund wzrosła niewiarygodnie aż o 248,9%, menedżer portfela Alberto Vilar wyśmiewał każdego, kto ośmielił się wątpić, że Internet to niezniszczalna maszynka do robienia pieniędzy. „Jeśli nie wchodzisz w ten sektor, to nie osiągasz maksymalnych zysków. Jedziesz bryczką zaprzężoną w konia, a ja pędzę porsche. Rezygnujesz z szansy na dziesięciokrotny wzrost? To zwróć się do kogoś innego."**

---

* Constance Loizos, *O&A: Alex Cheung* w *InvestmentNews*, 17 maja 1999 roku, str. 38. Najwyższy w dziejach funduszy powierniczych, średni zysk za okres 20 lat, osiągnął legendarny Peter Lynch z Fidelity Magellan przez dwa dziesięciolecia do 31 grudnia 1994 roku. Dzięki działalności Lyncha 10 000 dolarów po 20 latach urosło do ponad 982 000. Cheung zapowiadał, że w jego funduszu 10 000 urośnie w tym samym czas do 4 mln. W następnym roku, inwestorzy zamiast uznać go za nadmiernego optymistę, powierzyli mu ponad 100 mln dolarów. 10 000 zainwestowane w maju 1999 roku w Monument Internet Fund, do końca 2002 roku skurczyło się do zaledwie 2000 (obecnie Monument Internet Fund nie istnieje w swej pierwotnej formie i teraz znany jest jako Orbitex Emerging Technology Fund).

** Lisa Reilly Cullen *The Triple Digit Club* w *Money*, grudzień 1999, str. 170. Jeśli pod koniec roku 1999 zainwestowałeś w fundusz Vilara 10 000 dolarów, to w 2002 roku skończyłeś z 1195 dolarami. To jeden z największych spadków w dziejach branży funduszy powierniczych.

- W lutym 2000 roku menager zarządzający funduszem, James J. Cramer, oznajmił, że „nie warto mieć w posiadaniu" innych akcji niż akcje spółek powiązanych z Internetem. Nazwał je „zwycięzcami nowego świata". Twierdził, że „będą zwyżkować zarówno w dobrych, jak i w złych czasach". Cramer wbił nawet szpilkę Grahamowi: „Trzeba pozbyć się wszystkich schematów, formuł i przepisów istniejących przed epoką sieci... Gdybyśmy stosowali się do nauk Grahama i Dodda, nie zarobilibyśmy złamanego grosza."*

Wszyscy ci pseudoeksperci zignorowali rozsądne słowa Grahama: „Znakomite perspektywy rozwoju danej branży, nie muszą przekładać się na zyski inwestorów." Dość łatwo przewidzieć, które branże będą się najszybciej rozwijać, ale takie prognozy nie mają żadnego znaczenia, jeśli wszyscy inwestorzy spodziewają się tego samego. Gdy wszyscy uznają, że najlepiej inwestować w daną branżę, to ceny akcji będą podbijane tak wysoko, że w przyszłości mogą już tylko spadać.

Teraz nikt już nie ma tyle tupetu, aby twierdzić, że branża technologiczna będzie nadal przeżywać największy rozwój na świecie. Ale nie należy zapominać, że ludzie, którzy dziś twierdzą, że kolejnym pewniakiem będzie opieka zdrowotna, energetyka, nieruchomości albo złoto, mają tyle samo racji co ci, którzy robili wiele szumu wokół zaawansowanych technologii.

Iskierka nadziei

O ile w latach 90. wydawało się, że dla cen akcji nie istnieje górny pułap, o tyle teraz, w 2003 roku, mają one taki poziom, że chyba już nie mogą spaść niżej. Wahadło, co Graham zawsze przewidywał, odchyliło się w drugą stronę – od nadmiernego optymizmu do nieuzasadnionego pesymizmu. W 2002 roku inwestorzy wycofali z funduszy akcji 27 mld dolarów, a ankieta przeprowadzona przez Securities Industry Association wykazała, że jeden na 10 inwestorów wycofał swoje fundusze ze stratą co najmniej 25%. Ci sami ludzie, którzy chętnie kupowali akcje pod koniec lat 90. – gdy ceny rosły, a zatem akcje drożały – sprzedawali swoje udziały, gdy ceny spadały, czyli z definicji akcje taniały.

* Patrz: www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html. Ulubione akcje Cramera nie „zwyżkowały zarówno w dobrych jak i złych czasach". Pod koniec 2002 roku, jedna na 10 preferowanych przez niego spółek, już zbankrutowała, a zainwestowane 10 000 straciło 94% wartości, i było warte zaledwie 597,44 dolarów. Być może Cramerowi chodziło o to, że będą to „zwycięzcy" nie „nowego świata" tylko „tamtego świata".

Jak błyskotliwie wykazał Graham w Rozdziale 8. jest to właściwe działanie wstecz. Inteligentny inwestor zdaje sobie sprawę, że gdy ceny rosną, akcje stają się bardziej ryzykowne, a gdy ceny spadają, ryzyko maleje. Inteligentny inwestor obawia się hossy, bo wtedy za akcje trzeba płacić więcej. I odwrotnie (póki masz w garści gotówkę, która zaspokoi twoje potrzeby), powinieneś cieszyć się z bessy, ponieważ wtedy następuje wyprzedaż akcji.*

Zapamiętaj więc: koniec hossy to nie jest, jak wszyscy uważają, zła wiadomość. Dzięki spadkom cen akcji, gromadzenie majątku staje się bezpieczniejsze. Czytaj dalej, a Graham podpowie ci, jak to zrobić.

* Z wyjątkiem od tej reguły mamy do czynienia wtedy, gdy inwestor jest w tak zaawansowanym wieku, że może nie przetrwać przedłużającej się bessy. Ale nawet on nie powinien wyprzedawać swoich akcji, ponieważ ich cena maleje. Takie postępowanie nie tylko zamienia jego straty na papierze w straty realne, ale także pozbawia spadkobierców możliwości odziedziczenia tych akcji, gdy są tańsze, i zapłacenia niższych podatków.

ROZDZIAŁ 1

Inwestycje a spekulacje – wyniki, których spodziewa się inteligentny inwestor

Rozdział ten przedstawia w sposób ogólny poglądy, które bliżej zostaną zaprezentowane w dalszej części książki. Na początku chcemy przede wszystkim określić naszą koncepcję polityki portfelowej, dostosowanej do prywatnego, nieprofesjonalnego inwestora.

Inwestycja a spekulacja

Co rozumiemy pod słowem „inwestor"? W książce jest ono używane jako przeciwstawne do określenia „spekulant". Już w roku 1934, w naszym podręczniku *Security Analysis*[1] podjęliśmy następującą próbę precyzyjnego określenia różnicy między inwestorem a spekulantem: „Operacja inwestycyjna to taka, która dzięki starannej analizie, obiecuje bezpieczeństwo oraz zadowalającą rentowność zaangażowanej kwoty. Operacje nie spełniające tych wymogów są spekulacjami".

Choć w ciągu kolejnych 38 lat twardo trzymaliśmy się tej definicji, warto wspomnieć o znacznych zmianach, jakie przez ten czas nastąpiły, jeśli chodzi o używanie terminu „inwestor". Po wielkim krachu giełdowym w latach 1929–1932, wszystkie akcje zwyczajne uznawano powszechnie za instrumenty z gruntu spekulacyjne (wybitny autorytet stwierdzał kategorycznie, że aby inwestować, trzeba kupować tylko obligacje).[2]

Obecnie spotykamy się ze zjawiskiem odwrotnym. Przestrzegamy naszych czytelników przed przyjmowaniem potocznego żargonu, w którym termin „inwestor" oznacza wszystkich prowadzących operacje na giełdzie. W poprzednim wydaniu cytowaliśmy następujący tytuł artykułu, który w czerwcu 1962 roku pojawił się na pierwszej stronie pewnego ważnego dziennika finansowego:

MALI INWESTORZY NASTAWIAJĄ SIĘ NA BESSĘ, SPRZEDAJĄ KRÓTKO ZDEKOMPLETOWANE PAKIETY

W październiku 1970 roku, w tym samym dzienniku, w artykule redakcyjnym, krytykowano tak zwanych „inwestorów niefrasobliwych", którzy wówczas przerzucili się na kupno.

Cytaty te bardzo dobrze ilustrują zamieszanie, jakie od wielu lat towarzyszy użyciu słów: „inwestycja" i „spekulacja". Przemyślmy przedstawioną powyżej definicję inwestycji i zastanówmy się, czy można nazwać inwestorem niedoświadczoną osobę, która nawet nie posiada tego, co sprzedaje, i ma jakieś, przeważnie emocjonalne, przeczucie, że zdoła to odkupić po znacznie niższej cenie (warto zwrócić uwagę, że kiedy ukazał się artykuł z roku 1962, giełda miała za sobą poważny spadek i właśnie przygotowywała się do większego wzrostu. Był to chyba najgorszy moment na przyjmowanie krótkiej pozycji). W ogólniejszym sensie, sformułowanie z drugiego artykułu „inwestorzy niefrasobliwi", można uznać za wewnętrznie sprzeczne i zabawne – coś w rodzaju „rozrzutnych nędzarzy" – gdyby takie wypaczenie językowe nie przynosiło tyle szkód.

Gazeta użyła słowa „inwestor", ponieważ w potocznym języku na Wall Street każdy, kto kupuje lub sprzedaje walory, staje się inwestorem – niezależnie od tego, co kupuje, w jakim celu, po jakiej cenie, za gotówkę czy na kredyt. Porównajmy to z podejściem szerokiej opinii publicznej w roku 1948, kiedy ponad 90% ankietowanych wyrażało niechęć wobec kupna akcji.[3] Połowa jako przyczynę podawała: „brak bezpieczeństwa, hazard", a druga stwierdzała: „nie znam się na tym"*. O ironio (choć nie ma w tym nic dziwnego), kupno wszelkiego rodzaju akcji niemal powszechnie uchodziło za wysoce spekulacyjne lub ryzykowne, chociaż w tamtym czasie można było kupować po najbardziej atrakcyjnych cenach, które wkrótce miały rozpocząć swój wzrost, największy w historii. I przeciwnie: sam fakt, że ceny wzrosły do poziomów niebezpiecznych – jak je później oceniano – uczynił

* Ankietę, do której odwołuje się Graham, przeprowadził Uniwersytet Michigan na zlecenie Rezerwy Federalnej. Ankieta została opublikowana w *Federal Reserve Bulletin*, w lipcu 1948 roku. Badanym zadano pytanie: „Przypuśćmy, że pewien człowiek postanowił nie wydać swoich pieniędzy. Może je wpłacić do banku, kupić za nie obligacje albo zainwestować. Co twoim zdaniem w obecnej chwili będzie dla niego najlepszym rozwiązaniem: lokata bankowa, kupno obligacji oszczędnościowych, zainwestowanie w nieruchomości czy zakup akcji?". Tylko 4% pytanych odpowiedziało, że akcje dają szansę na „satysfakcjonujący" zysk. Od 1849 do 1958 roku giełda zanotowała jeden z najwyższych, w dziejach dziesięcioletnich, zysków na poziomie średnio 18,7% w skali rocznej. Ciekawą powtórkę ankiety Fed pod koniec 2002 roku przeprowadził *BusinessWeek*. Wynikało z niej, że zaledwie 24% inwestorów chciałoby więcej zainwestować w fundusze powiernicze albo portfele akcji. Trzy lata wcześniej było ich 47%.

z tych operacji „inwestycje", a ze wszystkich, którzy kupowali akcje, zrobił „inwestorów".

Rozróżnienie między inwestycją a spekulacją akcjami zawsze było potrzebne, jego zanik obecnie, budzi niepokój. Często twierdziliśmy, że Wall Street jako instytucja, powinna wrócić do tego rozróżnienia i promować je we wszystkich kontaktach z opinią publiczną. W przeciwnym razie, któregoś dnia giełdy zostaną obarczone winą za poważne straty spekulacyjne, poniesione przez ludzi, którzy nie zostali stosownie ostrzeżeni. I znów – jak na ironię – wiele niedawnych kłopotów niektórych firm związanych z giełdą wynikało stąd, że do funduszy kapitałowych włączały akcje spekulacyjne. Wierzymy, że czytelnik tej książki jasno zda sobie sprawę z ryzyka, jakie nieodłącznie towarzyszy zaangażowaniu pieniędzy w akcje. Ryzyka tego nie da się oddzielić od rysujących się szans na zysk, i inwestorzy muszą je uwzględniać w swoich kalkulacjach.

Z tego, co dotąd powiedzieliśmy, wynika, że być może przestanie istnieć coś takiego jak polityka inwestycyjna oparta na akcjach – w tym sensie, że zawsze można zaczekać, aby kupić je po cenie nie wiążącej się z ryzykiem poniesienia rynkowej czy „papierowej" straty na tyle dużej, aby wywołała większy niepokój. Inwestor musi być świadom, że prawie zawsze jego portfel akcji zawiera pewien element spekulacyjny. Rzecz w tym, aby utrzymać ten element w wąskim zakresie i finansowo oraz psychicznie nastawiać się, że w dalszej lub bliższej perspektywie, pojawią się okresy mniej korzystne.

Należy tu dodać jeszcze dwie uwagi na temat samej spekulacji, która różni się od czynnika spekulacyjnego, obecnego w większości akcji reprezentatywnych. Jawna spekulacja nie jest ani nielegalna, ani niemoralna, ani (w większości przypadków) nie wypycha nikomu portfela. Pewien poziom spekulacji jest wręcz konieczny i nieunikniony, ponieważ w wielu sytuacjach przy zakupie akcji, trzeba liczyć się z możliwościami zarówno zysków, jak i strat. I trzeba pogodzić się z tym ryzykiem*. Podobnie, jak inteligentne inwestowanie, istnieje także inteligentna spekulacja. Ale z wielu przyczyn może być też nieinteligentna. Do najważniejszych z nich należą: ktoś spekuluje, a myśli, że inwestuje; ktoś spekuluje poważnie, a nie tylko

* Spekulacja przynosi korzyści na dwóch poziomach: po pierwsze, bez spekulacji nowe, nie wypróbowane przedsiębiorstwa (takie jak Amazon.com, a w dawnych czasach Edison Electric Light Co.) nie byłyby w stanie zebrać kapitału koniecznego do rozwoju. Kusząca szansa na ogromny zysk w dalekiej perspektywie, to woda na młyn innowacji. Poza tym, przy każdym zakupie i przy każdej sprzedaży akcji, ryzyko ulega zmianie (ale nie zostaje wyeliminowane). Kupujący ryzykuje przede wszystkim to, że cena akcji spadnie. Z kolei sprzedający liczy się z ryzykiem, że cena właśnie sprzedawanej akcji pójdzie w górę!

amatorsko, chociaż brakuje mu odpowiedniej wiedzy i umiejętności; ktoś spekuluje, wystawiając na ryzyko więcej pieniędzy, niż może stracić.

W naszym konserwatywnym ujęciu każdy nieprofesjonalista, który prowadzi operacje na kredyt*, powinien zdawać sobie sprawę, że de facto spekuluje, a jego makler ma obowiązek mu to uświadomić. Natomiast każdy, kto kupuje tak zwane „pewne" akcje lub prowadzi podobne operacje – albo spekuluje, albo uprawia hazard. Spekulacja zawsze jest fascynująca, i traktowana jak zabawa, przynosi wiele radości. Jeśli chcesz spróbować szczęścia, wyodrębnij część kapitału – im mniejszą, tym lepiej – tworząc osobny fundusz przeznaczony na ten cel. Nigdy nie powiększaj tego konta tylko dlatego, że ceny giełdowe idą w górę i zyski rosną (jest to odpowiedni moment, aby zastanowić się nad wycofaniem pieniędzy z funduszu spekulacyjnego). Nigdy nie łącz operacji spekulacyjnych i inwestycyjnych na tym samym rachunku, ani nawet w myślach.

Wyniki, jakich może oczekiwać inwestor defensywny

Zdefiniowaliśmy już inwestora defensywnego jako osobę zainteresowaną głównie bezpieczeństwem i wolnością od zmartwień. Jaki kierunek postępowania powinien przyjąć i jakich zysków może oczekiwać w „typowych warunkach" (jeśli takie rzeczywiście istnieją)? Aby odpowiedzieć na te pytania, najpierw zastanowimy się, co na ten temat pisaliśmy siedem lat temu, a potem nad istotnymi zmianami, jakie od tego czasu nastąpiły w podstawowych czynnikach kierujących prognozowanymi zyskami z inwestycji, i wreszcie nad tym, co powinniśmy robić i czego oczekiwać w warunkach obecnych (początek 1972 roku).

1. Co mówiliśmy sześć lat temu

Zalecaliśmy, aby inwestor podzielił portfel na pierwszorzędne obligacje i czołowe akcje; aby udział obligacji nigdy nie był mniejszy niż 25%, ani większy niż 75% (to samo dotyczy udziału akcji w całym pakiecie inwestycyjnym); aby w najprostszym przypadku utrzymywał między oboma instrumentami proporcję pół na pół, a gdy wydarzenia na giełdzie spowodują odchylenie przekraczające na przykład 5%, dokonywał korekt przywracających równowagę. Alternatywną polityką mogłoby być zmniejszenie udziału akcji do 25% w okresach, „w których inwestor ma poczucie, że ceny giełdowe wzrosły niebezpiecznie wysoko". I odwrotnie – podwyższanie udziału do maksymalnego pułapu 75% w okresach, „w których ma poczucie, że spadek cen akcji zwiększa ich atrakcyjność".

W roku 1965 inwestor mógł uzyskać około $4^1/_2\%$ z pierwszorzędnych obligacji podlegających opodatkowaniu, oraz $3^1/_4\%$ z dobrych obligacji wolnych od podatku. Stopa zwrotu z dywidend czołowych akcji, przy wskaźniku DJIA równym 892 wynosił zaledwie 3,2%. Z tego powodu, a także z innych, należało zachować ostrożność. Sugerowaliśmy, że „w typowych warunkach" inwestor powinien uzyskać z akcji najpierw stopę zwrotu z dywidend w przedziale od $3^1/_2\%$ do $4^1/_2\%$, a następnie stały wzrost wartości (w postaci „zwykłej ceny rynkowej"), o mniej więcej taki sam wskaźnik. Oznaczałoby to łączny zysk z dywidendy i aprecjacji akcji rzędu $7^1/_2\%$ rocznie. W przypadku równego podziału portfela między obligacje i akcje, dawałoby to około 6% zysku przed obłożeniem podatkiem dochodowym. Dodawaliśmy, że akcje wchodzące w skład portfela, powinny być starannie zabezpieczane przed spadkiem siły nabywczej, powodowanym wysoką inflacją.

Powyższe rachunki wskazywały, że oczekiwaliśmy na giełdzie znacznie mniejszego tempa wzrostu, niż faktycznie został odnotowany w latach 1949–1964. W tym okresie, średnie tempo wzrostu notowań ogółu notowanych akcji, znacznie przekraczało 10% i zapanowała powszechna opinia, że jest to gwarancja równie zadowalających wyników w przyszłości. Tylko nieliczni brali pod uwagę ewentualność, że wysokie tempo wzrostu w minionym okresie oznacza, że ceny akcji „obecnie są za wysokie" i dlatego „znakomite wyniki osiągnięte od roku 1949 sugerują, że w przyszłości wcale nie będą dobre tylko złe."[4]

2. Co wydarzyło się od 1964 roku?

Od roku 1964 najważniejszą zmianą był wzrost oprocentowania najlepszych obligacji do rekordowo wysokich poziomów, chociaż nastąpił już istotny odwrót od najniższych cen z roku 1970. Możliwy do uzyskania zysk z dobrych obligacji spółek, wynosi obecnie około $7^1/_2\%$, a nawet więcej – dla porównania w roku 1964 wynosił $4^1/_2\%$. Tymczasem z dywidendy dla akcji z DJIA, zysk rósł również w okresie załamania rynkowego w latach 1969–1970. Jednak w chwili pisania tych słów (przy wskaźniku Dow Jones na poziomie

* Konta depozytowe umożliwiają kupno akcji za pieniądze pożyczane od firmy maklerskiej. Inwestując pożyczone pieniądze, więcej zarabiasz, gdy akcje idą w górę, ale gdy tanieją, zostajesz na lodzie. Zabezpieczeniem kredytu są inwestycje na twoim koncie, a zatem, jeśli ich wartość spada poniżej poziomu sumy pożyczki, musisz wpłacić dodatkowe pieniądze. Więcej informacji na temat kont depozytowych znajdziesz na www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm, www.sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf i na www.nyse.com.pdfs/2001_factbook_09.pdf.

900) nie przekracza 3,5%, w porównaniu z 3,2% w roku 1964. Zmiana bieżących stóp procentowych doprowadziła w tym okresie do największego – o około 38% – załamania rynkowych cen obligacji średnioterminowych (powiedzmy, dwudziestoletnich).

Taki rozwój wydarzeń ma swój paradoksalny aspekt. W 1964 roku obszernie omawialiśmy ewentualność, że ceny akcji są zbyt wysokie i muszą znacznie spaść. Jednak nie zastanawialiśmy się (nic nam też nie wiadomo, aby robił to ktoś inny) nad możliwością takiego samego rozwoju wypadków w przypadku najlepszych obligacji. Ostrzegaliśmy (str. 90), że „w reakcji na zmiany stóp procentowych, ceny długoterminowych obligacji mogą ulegać poważnym wahaniom". W świetle tego, co wydarzyło się od tamtej pory, uważamy, że to ostrzeżenie – poparte przykładami – nie zostało dostatecznie uwypuklone. Fakty bowiem są takie, że gdyby inwestor posiadał określoną sumę w akcjach z DJIA zakupionych po cenie zamknięcia z roku 1964, gdy wskaźnik DJIA wynosił 874, to pod koniec 1971 roku miałby z nich marny zysk – jednak nawet przy najniższym poziomie DJIA (631) w roku 1970, straciłby mniej niż na dobrych obligacjach długoterminowych. Gdyby natomiast ograniczył inwestycje do obligacji rządowych, obligacji oszczędnościowych, krótkoterminowych obligacji spółek lub kont oszczędnościowych, nie odnotowałby w tym okresie żadnej straty w rynkowej wartości zainwestowanej kwoty, za to uzyskałby większe przychody niż z dobrych akcji. Okazało się zatem, że prawdziwe „ekwiwalenty gotówki" były w roku 1964 lepszymi inwestycjami niż akcje – mimo inflacji, z powodu której, teoretycznie, trzymanie akcji powinno być korzystniejsze niż trzymanie gotówki. Spadek wartości inwestycji w dobre, długoterminowe obligacje, wynikał ze zjawisk zachodzących na rynku pieniężnym, czyli w tej niejasnej sferze, która na ogół nie wywiera większego wpływu na politykę inwestycyjną.

Jest to po prostu kolejne doświadczenie, pokazujące, że nie da się przewidzieć przyszłości cen papierów wartościowych*. Ceny obligacji niemal zawsze podlegały znacznie mniejszym fluktuacjom niż ceny akcji, a inwestorzy mogli kupować dobre obligacje o dowolnym okresie wykupu i nie martwić się zmianą ich wartości rynkowej. Od tej reguły było kilka wyjątków, do których został zaliczony okres po roku 1964. Na temat zmian cen obligacji, powiemy więcej w jednym z następnych rozdziałów.

* Przeczytaj to zdanie jeszcze raz i zapamiętaj słowa znakomitego inwestora: nie da się przewidzieć przyszłości cen papierów wartościowych. Podczas lektury tej książki zwróć uwagę, że wszystko, co Graham mówi, pomaga oswoić się z tą prawdą. A ponieważ nie można przewidzieć zachowań rynku, trzeba nauczyć się przewidywać i kontrolować własne zachowania.

3. Oczekiwania i strategia pod koniec roku 1971 i na początku roku 1972

Pod koniec roku 1971 można było uzyskać 8% opodatkowanego dochodu z dobrych średnioterminowych obligacji spółek, oraz 5,7% wolnego od podatku dochodu z dobrych papierów rządowych i municypalnych. Z papierów o krótszych terminach wykupu, inwestor mógł osiągnąć około 6%, na przykład z obligacji rządu USA, do wykupienia w ciągu pięciu lat. W tym ostatnim przypadku, kupujący nie martwi się o potencjalną stratę wartości rynkowej, ponieważ ma gwarancję pełnej spłaty – plus 6% odsetek – pod koniec stosunkowo krótkiego okresu przechowywania obligacji. Akcje typu DJIA, przy wartości wskaźnika równym 900, w 1971 roku przynosiły zyski zaledwie 3,5%.

Załóżmy, że teraz, tak jak dawniej, najważniejsza decyzja dotyczy podziału środków między najlepsze obligacje (lub inne tak zwane „ekwiwalenty gotówki") i czołowe akcje z DJIA. Jaki kierunek w obecnych warunkach powinien obrać inwestor, skoro nie mamy żadnych powodów, aby w bliskiej przyszłości przewidywać jakiś poważniejszy ruch cen w górę lub w dół? Przede wszystkim zwróćmy uwagę, że jeśli nie zajdzie żadna większa zmiana, w przypadku akcji inwestor defensywny może liczyć na 3,5% zysku z dywidendy oraz na przeciętną roczną aprecjację rzędu 4%. Później wyjaśnimy, że zasadniczo aprecjacja ta opiera się na corocznym reinwestowaniu przez spółki odpowiednich kwot zysków, nie przeznaczonych do podziału. Tak więc, jego łączny zysk z akcji wyniesie przed opodatkowaniem średnio około 7,5%, czyli nieco mniej niż oprocentowanie najlepszych obligacji.* Przeciętna stopa zwrotu z akcji po opodatkowaniu wyniesie około 5,3%[5] – mniej więcej tyle samo, ile można uzyskać z dobrych, nie opodatkowanych obligacji średnioterminowych.

Dla akcji, w porównaniu z obligacjami, są to oczekiwania znacznie mniej korzystne niż wynikało z naszej analizy z 1964 roku (wniosek ten wypływa z prostego faktu, że od roku 1964 zyski z obligacji wzrosły znacznie bardziej niż zyski z akcji). Nigdy nie wolno ignorować faktu, że w przypadku dobrych obligacji odsetki, oraz zasadnicza kwota, są znacznie bezpieczniejsze,

* Jak wypadły przewidywania Grahama? Na pierwszy rzut oka znakomicie. Od początku 1972 do końca 1981 roku, akcje notowały średni roczny zysk w wysokości 6,5% (Graham nie sprecyzował, jakiego okresu dotyczy jego prognoza, ale można bezpiecznie założyć, że myślał o perspektywie dziesięcioletniej). Mimo to, w tym czasie cały zysk wygenerowany przez akcje pochłonęła inflacja szalejąca na średnim rocznym poziomie 8,6%. W tej części rozdziału Graham podsumowuje tak zwane „równanie Gordona", w myśl którego przyszła aprecjacja akcji równa się sumie bieżącej dywidendy plus spodziewany wzrost zysków. Jeśli na początku 2003 roku dywidenda wynosiła poniżej 2% i długoterminowy wzrost zysków 2%, a inflacja nieco ponad 2%, to średni roczny wzrost można szacować na 6% (patrz Komentarz do Rozdziału 3.).

a tym samym pewniejsze, niż dywidenda i aprecjacja cen akcji. Jesteśmy zatem zmuszeni wysunąć wniosek, że teraz, pod koniec roku 1971, inwestycje w obligacje wydają się znacznie bardziej atrakcyjne niż inwestycje w akcje. Gdybyśmy mieli pewność, że jest to wniosek słuszny, musielibyśmy doradzić defensywnemu inwestorowi, aby *wszystkie* pieniądze lokował w obligacjach, a *żadnych* w akcje, o ile obecne relacje rentowności nie zmienią się wyraźnie na korzyść akcji.

Oczywiście nie ma pewności, że od dzisiaj obligacje będą pracować lepiej niż akcje. Czytelnik od razu pomyśli o czynniku inflacji, który stanowi potężny kontrargument. W następnym rozdziale będziemy przekonywać, że nasze przykre doświadczenia z inflacją w USA nie zachęcają, aby przy obecnej różnicy rentowności wybierać akcje, zamiast obligacji. Zawsze jednak istnieje możliwość – choć uważamy ją za odległą – przyspieszenia wzrostu inflacji, co w taki lub inny sposób zwiększyłoby atrakcyjność akcji, w porównaniu z obligacjami płatnymi w ustalonych, niezmiennych kwotach*. Jest też inna możliwość, którą również uważamy za mało realną, że oto w ciągu kilku najbliższych lat, amerykański biznes stanie się tak rentowny, że nawet bez wzrostu inflacji będzie można prognozować duży wzrost wartości akcji. Istnieje wreszcie możliwość znacznie bardziej prawdopodobna, że będziemy świadkami kolejnego wzrostu spekulacyjnego, czyli nieuzasadnionego wzrostem wartości realnej. Każdy z tych powodów, a być może także inne, których nie wzięliśmy pod uwagę, może sprawić, że inwestor pożałuje decyzji o ograniczeniu się do obligacji, choćby nawet były najbardziej rentowne.

Zatem, po tym skrótowym omówieniu najważniejszych warunków, jeszcze raz proponujemy defensywnemu inwestorowi stosowanie polityki kompromisu – zawsze powinien mieć znaczną część środków w obligacjach i równie znaczną w akcjach. Może oczywiście zdecydować się na prosty podział pół na pół lub też wybrać – zależnie od własnej oceny – inną proporcję, w której każdy z instrumentów inwestycyjnych będzie stanowił od 25% do 75% całości portfela. Podejścia inwestycyjne przedstawiamy bliżej w jednym z dalszych rozdziałów.

Ponieważ obecnie, przewidywana ogólna rentowność akcji jest niemal taka sama jak obligacji, inwestor powinien osiągnąć mniej więcej podobne

* Od 1997 roku, gdy wprowadzono TIPS (Papiery wartościowe chronione przed inflacją przez Skarb Państwa), akcje przestały stanowić lepszy wybór dla inwestora, który spodziewa się wzrostu inflacji. W odróżnieniu od innych obligacji, wartość TIPS rośnie wraz z Indeksem Cen Konsumenckich, co skutecznie chroni inwestora przed stratą pieniędzy spowodowaną inflacją. Akcje nie dają takiej gwarancji, i de facto stanowią stosunkowo słabą ochronę przed wysokim wskaźnikiem inflacji (więcej szczegółów w Komentarzu do Rozdziału 2.).

zyski (z uwzględnieniem wzrostu cen akcji), niezależnie od przyjętych proporcji. Jak wcześniej wyliczyliśmy, łączna dochodowość każdego z tych instrumentów powinna wynieść około 7,8% przed opodatkowaniem lub 5,5% dochodu wolnego od podatku (albo uwzględniającego podatek). Rentowność tego rzędu jest wyraźnie wyższa, niż osiągana w przeszłości przez typowego, konserwatywnego inwestora z inwestycji długoterminowych. W porównaniu z rentownością na poziomie 14% – a tyle mniej więcej przynosiły akcje w ciągu 20 lat ogólnej hossy po roku 1949 – może nie wydawać się zbyt atrakcyjna. Należy jednak pamiętać, że pomiędzy rokiem 1949 a 1969, ceny akcji z DJIA wzrosły ponad pięciokrotnie, podczas gdy dochody z zysku i dywidendy, mniej więcej się podwoiły. Tak więc, imponujące wyniki rynku w tym okresie, miały swe źródło raczej w zmianie nastawienia inwestorów i spekulantów, niż w rzeczywistych zmianach wartości spółek. W tym też zakresie można tu mówić o „samonakręcaniu się giełdy".

Omawiając portfel akcji defensywnego inwestora, ograniczaliśmy się do czołowych papierów spośród 30. składających się na indeks DJIA. Uczyniliśmy tak tylko dla wygody i wcale nie oznacza to, że warto kupować wyłącznie te akcje. Istnieje wiele innych spółek, równie dobrych, a nawet lepszych, niż te z listy Dow Jonesa. Należy wymienić zwłaszcza wiele przedsiębiorstw użyteczności publicznej (które mają swój osobny, reprezentatywny wskaźnik Dow Jonesa)*. Najważniejsze, że obojętnie z jakiego indeksu wybierze akcje defensywny inwestor, jego ogólne wyniki nie będą się znacznie różnić, a ściślej biorąc – ani on sam, ani jego doradcy, nie będą w stanie z pewnością przewidzieć, jakie mogłyby być te różnice. To prawda, że sztuka umiejętnego inwestowania polega głównie na doborze akcji, które osiągną ponadprzeciętne wyniki. Generalnie jednak, z powodów, które przedstawimy w innym miejscu, sceptycznie oceniamy zdolność defensywnych inwestorów do osiągania zysków powyżej średniej – co w gruncie rzeczy oznaczałoby, że mieliby osiągać więcej, niż w rzeczywistości** (nasz sceptycyzm dotyczy również dużych funduszy zarządzanych przez ekspertów).

* Obecnie najbardziej dostępną alternatywę dla DJIA stanowi indeks Standard & Poor's 500 oraz indeks Wilshire 5000. Standard & Poor's koncentruje się na 500 znanych, dużych przedsiębiorstwach, które stanowią około 70% całkowitej wartości amerykańskiego rynku akcji. Wilshire 5000 śledzi rentowność niemal wszystkich ważnych akcji spółek, pozostających w publicznym obrocie w USA, w sumie około 6700. Ale ponieważ na ogólną wartość składają się przede wszystkim duże przedsiębiorstwa, indeks ten jest zwykle bardzo podobny do Standard & Poor's 500. Kilka funduszy powierniczych umożliwia inwestorom gromadzenie akcji z tych indeksów w jednym portfelu (patrz rozdział 9.).

** Patrz str. 328–330 i 340–344.

Zilustrujmy tę sprawę za pomocą przykładu, który na pierwszy rzut oka może dowodzić czegoś wręcz zgoła przeciwnego. Między grudniem roku 1960 a grudniem roku 1970, wskaźnik DJIA wzrósł z 616 do 839, czyli o 36%. Jednak w tym samym okresie, wskaźnik Standard & Poor's, obejmujący znacznie więcej, bo 500 akcji, wzrósł z 58,11 do 92,15 czyli o 58%. Ta druga grupa akcji okazała się oczywiście lepszym „zakupem" niż pierwsza. Ale kto byłby tak nieroztropny, aby w 1960 roku przewidywać, że coś, co wygląda na przypadkowy zbiór rozmaitych akcji, osiągnie wyniki bezsprzecznie lepsze niż arystokracja „trzydziestu tyranów" Dow Jonesa? Według nas jest to dowód, że rzadko można sformułować wiarygodne prognozy na temat wzrostu cen – czy to absolutnego, czy względnego.

Nie będziemy tu przepraszać za powtarzanie, że inwestor nie może spodziewać się zysków lepszych niż przeciętne, kupując akcje spółek debiutujących na giełdzie albo wszelkiego rodzaju akcje „gorące", czyli takie, które mają przynieść szybki zysk*. W dalszej perspektywie, niemal na pewno, dojdzie do czegoś odwrotnego. Defensywny inwestor musi ograniczać się do akcji poważnych spółek, mających za sobą wiele lat dochodowej działalności, oraz wykazujących bardzo dobrą kondycję finansową (ich listę potrafi sporządzić każdy kompetentny analityk papierów wartościowych). Inwestorzy agresywni mogą kupować inne rodzaje akcji, ale tylko wtedy, gdy ich atrakcyjność potwierdzona zostanie staranną analizą.

Na zakończenie tej części, omówmy w skrócie trzy dodatkowe koncepcje lub praktyki, które można zalecić defensywnemu inwestorowi. Pierwsza polega na tym, że zamiast tworzyć własny portfel, inwestor kupuje udziały w poważnych funduszach inwestycyjnych. Druga opiera się na wykorzystaniu „zwykłych funduszy powierniczych" lub „funduszy mieszanych", działających w wielu stanach pod zarządem firm powierniczych i banków. Jeżeli inwestor dysponuje poważniejszymi środkami, może skorzystać z usług jakiejś uznanej firmy doradztwa inwestycyjnego, która zapewni mu profesjonalne, zgodne ze Standard & Poor's, zarządzanie programem inwestycyjnym. Trzecie rozwiązanie to technika „uśredniania ceny nabycia", polegająca po prostu na inwestowaniu co miesiąc albo co kwartał takiej samej kwoty. Dzięki temu, inwestor kupuje więcej akcji, gdy ceny na rynku są niskie, a mniej, gdy są wysokie, co w efekcie powinno zapewnić mu portfel, w którym przeciętna cena zakupu akcji jest zadowalająca. Metoda ta jest szczególnym przypadkiem ogólniejszego podejścia inwestycyjnego, znanego jako „inwestowanie według przepisu". Nawiązywaliśmy już do niej, gdy sugerowaliśmy inwestorowi, że może zmieniać udział akcji w swym portfelu inwestycyjnym w przedziale od 25% (minimum – przy maksymalnych cenach akcji) do 75% (maksimum – przy minimalnych cenach akcji). Pomysły te, z punktu widzenia defensywnego inwestora, mogą okazać się przydatne, toteż w dalszych rozdziałach omówimy je szerzej.*

* Więcej szczegółów w Rozdziale 6.

Wyniki, jakich może oczekiwać inwestor agresywny

Oczywiście, nasz przedsiębiorczy nabywca papierów wartościowych, pragnie i oczekuje lepszych wyników, niż jego defensywny – albo pasywny – kolega. Przede wszystkim jednak musi się postarać, aby nie okazały się gorsze. To żadna sztuka wnieść na Wall Street dużo energii, pracy analitycznej czy wrodzonych talentów, i w efekcie osiągnąć straty zamiast zysków. Wtedy te przymioty inwestora, jeśli są niewłaściwie wykorzystane, niczym się nie różnią od wad. Tak więc, dla przedsiębiorczego inwestora, najważniejsze jest jasne ustalenie od samego początku, które kierunki działania stwarzają szansę realnego sukcesu, a które nie.

Rozważmy najpierw kilka metod inwestycyjnych, stosowanych najczęściej przez inwestorów i spekulantów, pragnących osiągnąć ponadprzeciętne zyski:

1. Transakcje w reakcji na sytuację giełdową. Oznacza to zwykle, że inwestor kupuje akcje, gdy rynek zaczyna zwyżkować, a sprzedaje je, gdy zaczyna spadać. Przeważnie wybiera akcje, które „zachowują się" lepiej niż średnia rynkowa. Pewna niewielka liczba profesjonalnych inwestorów często stosuje krótką sprzedaż. Polega to na sprzedaży akcji, których się nie posiada, lecz pożycza, według ustalonego mechanizmu giełdowego. Postępowanie to ma na celu wykorzystanie późniejszego spadku cen tych akcji, gdyż można je wtedy odkupić po cenie niższej, niż zostały sprzedane (jak dowiadujemy się z cytowanego na str. 19 artykułu z *Wall Street Journal*, czasem nawet „drobni inwestorzy" – precz z tym terminem! – próbują nieumiejętnie grać na krótką sprzedaż).

2. Selektywność krótkoterminowa. Oznacza to kupowanie akcji spółek, które wykazują – lub można się spodziewać, że wykażą – zwiększone zyski. Albo istnieje szansa, że będą zachowywać się w inny korzystny sposób.

* Więcej rad na temat „poważnych funduszy inwestycyjnych" w Rozdziale 9. „Profesjonalne zarządzanie" przez „uznaną firmę doradztwa inwestycyjnego" zostało omówione w Rozdziale 10. „Uśrednianie ceny nabycia" jest wyjaśnione w Rozdziale 5.

3. Selektywność długoterminowa. W tym wypadku bierze się pod uwagę znakomity dotychczasowy wzrost, który – zgodnie z założeniem – powinien utrzymać się w przyszłości. Czasami „inwestor" wybiera też spółki, których wyniki dotąd nie były imponujące, lecz z jakichś powodów mają ujawnić swój potencjał później (często chodzi tu o przedsiębiorstwa z branż zaawansowanych technologicznie, np. elektronicznej, farmakologicznej lub komputerowej – opracowujących nowe procesy czy produkty, które zapowiadają się szczególnie obiecująco).

Prezentowaliśmy już naszą negatywną opinię w sprawie ogólnych szans na sukces inwestora, podejmującego tego typu działania. Pierwszej kategorii nie uznaliśmy za inwestowanie, zarówno ze względów teoretycznych, jak i praktycznych. Obrót akcjami nie jest operacją, „która dzięki starannej analizie obiecuje bezpieczeństwo zaangażowanej kwoty oraz zadowalającą rentowność". Więcej na ten temat w jednym z dalszych rozdziałów*.

Inwestor, starając się dobierać akcje najlepiej rokujące na bliższą lub dalszą przyszłość, napotyka dwa rodzaje przeszkód. Pierwsze dotyczą ludzkiej omylności, a drugie natury konkurencji, w której bierze udział. Może się mylić co do przyszłości. A nawet jeśli się nie myli, to cena mogła dopasować się do jego oczekiwań już w danej chwili. Jeżeli chodzi o selektywność krótkoterminową, to na Wall Street wyniki firmy za rok bieżący są powszechnie znane, a wyniki przyszłoroczne, w tym zakresie, w jakim da się je przewidywać, również podlegają starannej analizie. Tak więc, zapewne, jeśli inwestor wybiera akcje głównie na podstawie świetnych wyników bieżących albo na podstawie wyników przyszłorocznych, które mają być znakomite, przekona się, że inni zrobili to samo, z tych samych powodów.

Z podobnymi problemami spotyka się, jeśli wybiera akcje z uwagi na perspektywy *długoterminowe*. Prezentowana na przykładzie linii lotniczych, przedstawiona na str. 18, możliwość popełnienia błędu w prognozach, jest niewątpliwie większa niż wtedy, gdy mamy do czynienia z zyskami krótkoterminowymi. Ponieważ w tego rodzaju przewidywaniach eksperci często popełniają błędy, teoretycznie istnieje szansa, że inwestor odniesie wielkie korzyści, jeśli jego własne przewidywania będą poprawne, a ogólne przewidywania na Wall Street okażą się mylne. Ale to tylko teoria. Bo ilu przedsiębiorczych inwestorów ma dar jasnowidzenia czy prorokowania, który pomoże im pokonać profesjonalnych analityków, w ich ulubionej grze w szacowanie długoterminowych zysków?

* Patrz: Rozdział 8.

To prowadzi do logicznych, choć nieco kłopotliwych wniosków. Aby inwestor miał szanse na wyniki lepsze od przeciętnych, musi stosować politykę rzetelną i obiecującą, niepopularną na Wall Street.

Czy istnieje taka polityka? Z teoretycznego punktu widzenia odpowiedź znów będzie twierdząca. Są powody do przypuszczeń, że będzie twierdząca również w praktyce. Każdy wie, że czasami spekulacyjne ruchy odbiegają zbyt daleko w jednym, czy w drugim kierunku. Dotyczy to ogółu giełdy, ale także poszczególnych akcji. Co więcej, akcje jakiejś spółki mogą być niedowartościowane ze względu na brak zainteresowania lub jakiś panujący powszechnie nieuzasadniony przesąd. Możemy posunąć się dalej i stwierdzić, że zadziwiająco dużą część operacji na akcjach prowadzą ludzie – oględnie mówiąc – nie znający się na rzeczy. W książce tej wskażemy liczne przykłady rozbieżności między ceną a wartością. Wydaje się zatem, że inteligentny człowiek, z głową do liczb, powinien na Wall Street obłowić się na głupocie innych ludzi. Ale to nie takie proste. Kupowanie lekceważonych, a tym samym niedowartościowanych akcji, w celu osiągnięcia zysku, jest na ogół długotrwałym przedsięwzięciem, które wystawia cierpliwość inwestora na poważną próbę. Natomiast gra na krótką sprzedaż akcjami zbyt popularnymi, i dlatego przewartościowanymi, może okazać się sprawdzianem nie tylko odwagi i wytrwałości, ale także zasobności portfela*. Zasada jest zdrowa, możliwa do skutecznego zastosowania, ale z pewnością nie jest to sztuka łatwa do opanowania.

Istnieje również dość duża liczba „specyficznych sytuacji", które pozwalają – przy minimalnym ryzyku ogólnym – liczyć na wiele lat przyzwoitych zysków rzędu 20% lub więcej, jeśli tylko inwestor dobrze orientuje się w danej kwestii. Chodzi tu o arbitraż między spółkami giełdowymi, wypłaty z okazji likwidacji spółki albo wprowadzanie różnego rodzaju asekuracji oraz gwarancji. Najbardziej typowym przypadkiem jest projekt fuzji lub przejęcia jednej spółki przez drugą. Wtedy można otrzymać za dane akcje znacznie więcej, niż wynosi ich cena, w dniu ogłoszenia operacji. W ostatnich latach liczba takich transakcji znacznie wzrosła, toteż dla wtajemniczonych był to zapewne okres bardzo dużych zysków. Ale wzrastająca liczba

* W „krótkiej sprzedaży" zakładasz, że cena akcji spadnie. „Krótka sprzedaż" to operacja złożona z trzech etapów: pierwszy polega na pożyczeniu papierów wartościowych od kogoś, kto je posiada. Następnie od razu je sprzedajesz. A w końcu zastępujesz je tymi, które później odkupujesz. Jeśli cena instrumentów spadła, możesz odkupić akcje taniej. Różnica między ceną, za którą sprzedałeś pożyczone instrumenty, a ceną, za które odkupiłeś ich zamienniki, stanowi twój zysk brutto (który zostanie pomniejszony o dywidendę lub odsetki oraz prowizję maklerską). Ale jeżeli ceny akcji wzrosną, a nie spadną, potencjalne straty stają się nieograniczone. I dlatego, dla większości inwestorów, krótka sprzedaż stanowi spekulację nie do przyjęcia.

ogłaszanych fuzji powoduje coraz więcej utrudnień stawianych takim operacjom, a zatem, w efekcie, często nie dochodzą one do skutku. Tak więc, te niegdyś pewne transakcje, wielu osobom przyniosły straty. Być może również ogólna stopa osiąganych z nich zysków zmniejszyła się, z powodu zbyt dużej konkurencji*.

Malejąca dochodowość tych specyficznych sytuacji wydaje się przejawem pewnego rodzaju autodestruktywnego procesu – związanego z prawem malejących zysków – który ujawnił się po wydaniu tej książki. W 1949 roku mogliśmy przedstawić analizę fluktuacji giełdy z 75 minionych lat. Taka analiza pozwoliła wypracować, oparty na zyskach i bieżących stopach odsetkowych, wzór na ustalenie poziomu cen zakupu akcji z DJIA (poniżej wartości „środkowej"), oraz sprzedaży (powyżej tej wartości). Mogliśmy zastosować słynną maksymę Rothschildów: „kupuj tanio, sprzedawaj drogo"**. Ma ona tę zaletę, że odwodzi inwestora od zgubnego, choć powszechnego na Wall Street, powiedzenia, w myśl którego trzeba kupować akcje, ponieważ drożeją, a sprzedawać, ponieważ tanieją. Niestety, po roku 1949, reguła ta przestała się sprawdzać. Drugą ilustrację tego autodestruktywnego procesu stanowi słynna, dotycząca ruchów giełdowych „Teoria Dowa", która znakomicie sprawdzała się w latach 1897–1933, ale od 1934 jej skuteczność budzi wiele wątpliwości.

I wreszcie trzeci przykład wspaniałych możliwości, które ostatnio przestały istnieć. Spora część naszych operacji na Wall Street polegała na zakupach okazyjnych, które łatwo było zidentyfikować, ponieważ sprzedawano je poniżej wartości aktywów bieżących (kapitału obrotowego), nie licząc środków trwałych oraz innych aktywów, i po potrąceniu wszystkich zobowiązań. Było jasne, że sprzedawano te akcje po cenie niższej od wartości spółki, która przecież była przedsiębiorstwem prywatnym. Żaden właściciel, ani większościowy udziałowiec, nawet nie powinien myśleć o sprzedawaniu własności po tak śmiesznie niskiej cenie. Ale, o dziwo, nietrudno było znaleźć podobne okazje. W 1957 roku opublikowano listę niemal 200 takich akcji, dostępnych na rynku. Wszystkie te okazje były, w ten czy inny sposób zyskowne, i osiągały lepsze średnie wyniki roczne niż większość innych inwestycji. Ale w kolejnym dziesięcioleciu również i one praktycznie zniknęły z giełdy, a wraz z nimi pole do popisu dla przebiegłego i skutecznego inwestora. Jednak, przy niskich cenach 1970 roku, znów pojawiła się wyraźna liczba akcji wycenianych poniżej kapitału obrotowego. I pod koniec roku, mimo znacznej poprawy koniunktury rynkowej, było ich jeszcze na tyle dużo, aby można z nich utworzyć pełnowymiarowy portfel.

W dzisiejszych warunkach przedsiębiorczy inwestor nadal ma szanse na osiągnięcie wyników wyższych niż przeciętne. Ogromna lista zbywalnych papierów wartościowych musi zawierać sporo takich, które według logicznych i godnych zaufania Standard & Poor's, można ocenić jako niedowartościowane. Powinny one przynieść, średnio, bardziej zadowalające zyski niż akcje z DJIA, czy inne reprezentatywne papiery. Jednak, naszym zdaniem, wysiłek wkładany przez inwestora w ich poszukiwanie, opłaca się tylko wtedy, gdy istnieje nadzieja na zwiększenie przeciętnej rocznej stopy zwrotu zawartej w portfelu akcji o około 5% przed opodatkowaniem. Na użytek aktywnego inwestora spróbujemy wypracować kilka metod doboru takich akcji.

* Pod koniec lat 80. dochodziło do coraz większej liczby wrogich przejęć oraz wykupów i dlatego instytucje z Wall Street powoływały specjalne biura arbitrażowe, aby czerpać zyski z wszystkich błędów w wycenie tych skomplikowanych transakcji. Biura arbitrażowe stały się tak biegłe w swoim zajęciu, że zniknęły szanse na łatwe zyski i wiele z tych biur zamknięto. Chociaż Graham nawiązuje do nich jeszcze raz (str. 169–170), tego rodzaju transakcje przestały być atrakcyjne i możliwe dla większości ludzi, ponieważ tylko operacje angażujące miliony dolarów mogą wygenerować warte zachodu zyski. Ale bogaci inwestorzy i instytucje mogą wykorzystywać tę strategię za pośrednictwem funduszy asekuracyjnych, które specjalizują się w fuzjach.

** W XIX wieku siłą dominującą w europejskich inwestycjach giełdowych i maklerskich, była rodzina Rothschildów na czele z Nathanem Mayerem Rothschildem. Ich błyskotliwe dzieje opisał Niall Ferguson w książce, *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798–1848* (Viking 1998).

Komentarz do Rozdziału 1

Wszystkie ludzkie nieszczęścia biorą się z jednego powodu – z nieumiejętności spokojnego usiedzenia we własnym pokoju.

Blaise Pascal

Jak myślisz, dlaczego maklerzy na parkiecie New York Stock Exchange, niezależnie od sytuacji giełdowej zawsze cieszą się dzwonkiem kończącym sesję? Ponieważ, gdy ty prowadzisz operacje, oni zarabiają pieniądze – niezależnie od tego, czy ty zarabiasz, czy tracisz. Jeśli spekulujesz zamiast inwestować, ograniczasz swoje szanse na zgromadzenie bogactwa.

Nie może być precyzyjniejszej definicji inwestowania niż ta, którą podał Graham: „Operacja inwestycyjna to taka, która dzięki starannej analizie obiecuje bezpieczeństwo oraz zadowalającą rentowność zaangażowanej kwoty. Operacje nie spełniające tych wymogów są spekulacjami".* Zwróćmy uwagę, że według Grahama, na inwestowanie składają się trzy równie ważne czynniki:

- zanim kupisz akcje, musisz starannie przeanalizować firmę i zbadać solidność prowadzonej przez nią działalności,
- musisz świadomie zabezpieczać się przed poważnymi stratami,
- musisz starać się o uzyskiwanie „zadowalających" a nie nadzwyczajnych wyników.

Inwestor kalkuluje wartość akcji na podstawie prowadzonej przez spółkę działalności gospodarczej. Natomiast spekulant zakłada, że cena akcji pójdzie w górę, bo ktoś inny będzie chciał za nie więcej zapłacić. Jak kiedyś

* Posuwa się nawet dalej, precyzując każdy z użytych terminów – „staranna analiza" oznacza „analizowanie faktów zgodnie z ustalonymi standardami bezpieczeństwa i wyceny", natomiast „bezpieczeństwo" oznacza „ochronę przed stratami w normalnych i wszelkich możliwych do przewidzenia warunkach", z kolei „zadowalająca rentowność" odnosi się do „wszelkiej stopy zwrotu, choćby niskiej, którą inwestor jest gotów zaakceptować, jeśli kieruje się rozsądkiem i inteligencją" (*Security Analisys*, 1934, str. 55–56).

stwierdził Graham, inwestor ocenia cenę rynkową „zgodnie z ustalonymi standardami bezpieczeństwa i wyceny", a spekulant „opiera swoje standardy wartości na cenie rynkowej".* Spekulant traktuje bezustanny napływ notowań jak tlen – umiera, jeśli jest go pozbawiony. Dla inwestora, jak twierdzi Graham, „notowania" liczą się mniej. Graham nalega, aby inwestować w akcje tylko wtedy, jeśli czujesz się w ich posiadaniu dobrze, nawet gdy nie znasz ich bieżącej ceny.**

Spekulacje giełdowe, podobnie jak gra w kasynie albo na wyścigach konnych, bywają ekscytujące i mogą przynosić dochody (jeśli akurat dopisze ci szczęście). Ale jest to najgorszy ze sposobów gromadzenia bogactwa, ponieważ na Wall Street – jak w Las Vegas albo na wyścigach konnych – szanse są tak skalkulowane, że w ostatecznym rezultacie gracz zawsze przegrywa.

Z kolei inwestowanie, to specyficzny rodzaj kasyna, w którym nie możesz przegrać, póki grasz zgodnie z regułami, działającymi na twoją korzyść. Ludzie, którzy inwestują, zarabiają pieniądze dla siebie. Ludzie, którzy spekulują, zarabiają pieniądze dla maklerów. I właśnie dlatego, Wall Street od zawsze lekceważy cnotę cierpliwości, a nagłaśnia atrakcyjność spekulacji.

Niebezpieczeństwo wysokiego tempa

Graham ostrzega, że mieszanie spekulacji z inwestowaniem jest błędem. W latach 90., ten błąd doprowadził do masowej zagłady. Wydawało się, że niemal wszyscy stracili cierpliwość w jednej chwili, Ameryka stała się krajem spekulantów, zamieszkałym przez graczy, którzy skaczą z akcji na akcje niczym koniki polne w sierpniu na łące.

Ludzie uwierzyli, że technika inwestycyjna jest skuteczna, jeśli po prostu „działa". Chwalili się, że mają rację, gdy udawało im się osiągać ponadprzeciętne wyniki, niezależnie od niebezpieczeństwa lub głupoty zastosowanej taktyki. Ale inteligentnego inwestora nie interesuje chwilowe postawienie na swoim. Aby osiągać długoterminowe cele finansowe, trzeba mieć rację stabilną i długotrwałą. Modne w latach 90. techniki – inwestowanie jednoseryjne, ignorowanie dywersyfikacji, rzucanie się na modne fundusze, chwytanie się „systemów" doboru akcji – sprawiały wrażenie skutecznych.

* *Security Analisys*, 1934, str. 310.

** W jednym z wywiadów Graham radził: „Zadaj sobie pytanie, czy gdyby akcje tej spółki nie były notowane na giełdzie, chciałbym inwestować w tę firmę na takich samych warunkach". (*Forbes*, 1 stycznia 1972, str. 90).

Ale na dłuższą metę nie miały szansy przetrwać, ponieważ nie spełniały trzech przedstawianych przez Grahama kryteriów inwestowania.

Aby lepiej zrozumieć, dlaczego wysokie zyski niczego nie dowodzą, wyobraź sobie dwa miejsca oddalone od siebie o 180 kilometrów. Jeśli będę przestrzegał ograniczenia prędkości do 90 km/h, pokonam ten dystans w dwie godziny. Ale jeśli będę jechał 180 km/h, dojadę z miejsca na miejsce w godzinę. Jeżeli uda mi się nie zabić, to czy „postąpiłem słusznie"? Czy ty powinieneś też tak spróbować, ponieważ ja ci mówię, że to „działa"? Modne sztuczki pozwalające wygrywać na giełdzie działają podobnie – gdy dopisze ci szczęście, sprawdzają się na krótką metę. Ale na dłuższą stanowią śmiertelne niebezpieczeństwo.

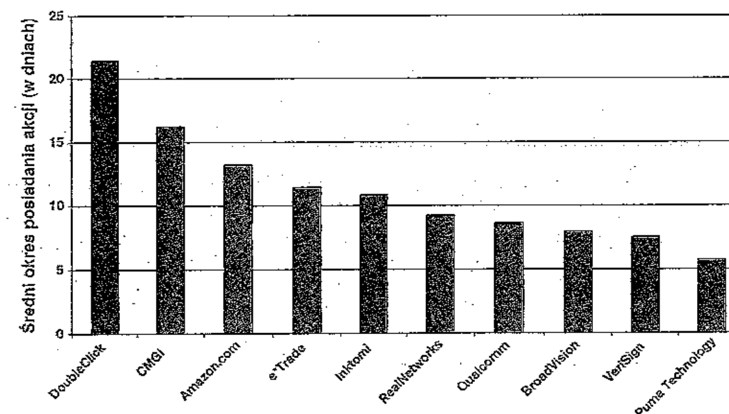
W 1973 roku, gdy Graham po raz ostatni poprawiał *Inteligentnego inwestora*, średnia roczna stopa obrotu na NYSE wynosiła 20%, co oznacza, że zanim przeciętny udziałowiec sprzedał akcje, trzymał je przez pięć lat. W 2002 roku, wskaźnik ten osiągnął 105%, czyli okres przetrzymywania akcji skurczył się do 11,4 miesiąca. W 1973 roku, przeciętny fundusz powierniczy trzymał akcje przez prawie trzy lata. W 2002 roku, okres ten skurczył się do 10,9 miesiąca. Zupełnie jakby menedżerowie portfela trzymali akcje tylko tak długo, aby zorientować się, że niepotrzebnie je kupili, a potem sprzedawali je i zaczynali od początku.

Nawet najbardziej szacowne firmy zarządzające pieniędzmi, dały się ponieść emocjom. W 1995 roku, Jeffrey Vinik, menedżer Fidelity Magellan (wówczas największego na świecie funduszu powierniczego), 42,5% swoich aktywów ulokował w akcjach spółek zaawansowanej technologii. Twierdził, że większość jego udziałowców „zainwestowała w fundusz, licząc na realizację celów w perspektywie wielu lat [...]. Wydaje mi się, że stawiają sobie ten sam cel co ja, i że tak samo jak ja wierzą, że najlepsze jest podejście perspektywiczne". Ale pół roku po napisaniu tych słów, sprzedał prawie wszystkie akcje spółek technologicznych, w osiem miesięcy pozbywając się walorów o wartości 19 mld dolarów. To tyle na temat „podejścia perspektywicznego"! A w 1999 roku, dyskontowy oddział maklerski Fidelity, zgodnie z nowym sloganem „liczy się każda sekunda", zachęcał klientów do prowadzenia transakcji z każdego miejsca i w każdym czasie za pomocą palmtopów.

Na giełdzie NASDAQ, jak pokazuje wykres 1.1., obroty osiągnęły szalone tempo.*

* Źródło: Steve Galbraith, Stanford C. Bernstein & Co., sprawozdanie z 10 stycznia 2000. W tej tabeli średnia stopa zwrotu w 1999 roku, wyniosła 1196,4% W 2000 roku wartość ta spadła do 79,1%, w 2001 do 35,5%, a w 2002 do 44,5, pochłaniając wszystkie zyski z 1999 roku i jeszcze więcej.

Ilustracja 1.1. Szybkie akcje



Na przykład w 1999 roku, akcje Puma Technology zmieniały właściciela średnio co 5,7 dnia. Wbrew szumnemu motto NASDAQ „giełda na najbliższych sto lat", wielu jej klientów ma kłopoty z utrzymaniem akcji przez 100 dni.

Wideogry finansowe

Operacje online na Wall Street, sprawiają wrażenie znakomitej metody robienia pieniędzy. Internetowy oddział szacownej Morgan Stanley, Discover Brokerage, emituje reklamę, w której kierowca wielkiej ciężarówki zabiera jadącego autostopem mężczyznę wyglądającego na dobrze prosperującego dyrektora. Na widok zdjęcia bungalowu w tropikach, przyklejonego do deski rozdzielczej, dyrektor pyta: „Z wakacji?" A kierowca na to: „Prawdę mówiąc, to mój dom". Facet w garniturze, zdziwiony, mówi: „Wygląda to tak, jakby cała wyspa należała do pana". Kierowca z odrobiną satysfakcji w głosie: „Formalnie jest to cały kraj".

Propaganda potrafi posunąć się nawet dalej. Inwestowanie on-line nie wymaga ani pracy, ani myślenia. Telewizyjna reklama Ameritrade, internetowego biura maklerskiego, pokazuje dwie gospodynie domowe, które wracają z joggingu. Jedna z nich włącza komputer, klika myszką i oznajmia: „Chyba właśnie zarobiłam 1700 dolarów!". W telewizyjnej reklamówce firmy maklerskiej Waterhouse, ktoś zadaje pytanie trenerowi koszykówki

Philowi Jacksonowi: „Zna się pan trochę na inwestowaniu?" A on odpowiada: „Zaraz się poznam". (Ile meczów wygrałyby w NBA drużyny Jacksona, gdyby stosował taką filozofię na boisku? Trudno liczyć, że mistrzostwo zdobędzie ktoś, kto na pytanie, czy zna drużynę przeciwnika, odpowiada: „Zaraz ją poznam.").

W 1999 roku, operacje giełdowe online, prowadziło co najmniej sześć milionów ludzi, z których jedna dziesiąta celowała w transakcjach jednosesyjnych, kupując i sprzedając za pośrednictwem Internetu z prędkością światła. Od gwiazdy showbiznesu Barbry Streisand po Nicholasa Bribasa, dwudziestopięcioletniego kelnera z nowojorskiej Queens, wszyscy żonglowali akcjami jak rozżarzonymi węgielkami. „Zanim jeszcze zainwestowałem na dłuższy termin" – drwił Bribas – „skapowałem, że to głupota". Obecnie Bribas obraca akcjami 10 razy dziennie i zamierza w tym roku zarobić 100 000 dolarów: „Nie znoszę czerwonych pozycji w moim zestawieniu zysków i strat". W wywiadzie dla *Fortune* Streisand żartowała: „Jestem spod znaku byka, więc reaguję na czerwień. Gdy widzę ten kolor, szybko sprzedaję akcje."*

Dane giełdowe trafiły do barów, salonów fryzjerskich, bufetów, kuchni, taksówek i zajazdów ciężarówek, a witryny i telewizje finansowe zamieniły giełdę w ogólnokrajową grę wideo. Społeczeństwo czuje się bardziej niż dawniej doinformowane w kwestiach giełdowych. Niestety, do ludzi docierają dane, ale nie wiedza. Akcje są rozpatrywane w kompletnym oderwaniu od spółek, które je wyemitowały, stały się czystą abstrakcją, oznaczeniem wyświetlanym na telewizyjnym albo komputerowym ekranie. Oznaczenia się zmieniają i to wszystko.

20 grudnia 1999 roku, Juno Online Services wprowadził w życie bezprecedensowy plan biznesowy. Chodziło o to, aby celowo stracić tak dużo pieniędzy, jak się da. Juno ogłosił, że od teraz wszystkie usługi oferuje za darmo – konta e-mailowe, dostęp do Internetu – i że w najbliższym roku wyda na reklamę miliony dolarów. Po tym biznesowym harakiri, w przeciągu dwóch dni, akcje Juno skoczyły z 16,375 na 66,75 dolara.**

Po co zawracać sobie głowę dowiadywaniem się, czy działalność jest dochodowa, jakie firma wytwarza produkty lub usługi, kto zasiada w zarządzie, a nawet, jaka jest nazwa firmy? Wystarczy znać skrócone oznaczenie:

* Zamiast bujać w obłokach, Streisand powinna poczytać Grahama. Inteligentny inwestor nigdy nie sprzedaje akcji tylko dlatego, że spada ich cena. Najpierw zadaje sobie pytanie, czy działalność firmy prowadzi do spadku jej wartości.
** Zaledwie 12 miesięcy później, akcje Juno kosztowały 1,093 dolara.

CBLT, INKT, PCLN, TGLO, VRSN, WBVN.* W ten sposób można kupić je jeszcze szybciej, nie tracąc dwóch nudnych sekund na wpisywanie ich do wyszukiwarki internetowej. Po koniec 1998 roku, akcje małej, rzadko kupowanej i sprzedawanej spółki Temco Services, w ciągu kilku minut prawie potroiły swoją cenę, osiągając przy tym rekordowe obroty. Dlaczego? Tysiące inwestorów ogarniętych dziwną dysleksją pomyliło symbol TMCO z TMCS, Ticketmaster Online, internetowym ulubieńcem, którego akcje tego dnia po raz pierwszy pojawiły się w publicznym obrocie.**

Oskar Wilde cynicznie żartował, że „ludzie znają dziś cenę wszystkiego, nie znając wartości niczego". W myśl tej koncepcji, giełda zawsze jest cyniczna, ale pod koniec lat 90. nawet Oskar Wilde byłby zszokowany. Jedna wypowiedziana mimochodem uwaga mogła podwoić cenę akcji spółki, nawet jeśli jej wartość pozostawała całkowicie niesprawdzona. Pod koniec 1998 roku, Henry Blodget, analityk z CIBC Oppenheimer, ostrzegał, że „w przypadku wszystkich spółek internetowych wycena jest raczej sztuką niż nauką". Potem, twierdząc, że w przyszłości jedyną ewentualnością jest wzrost, zasugerował, że ceny Amazon.com skoczą z 150 do 400 dolarów na raz. Tego dnia akcje Amazon.com wzrosły o 19% i – mimo protestów Blodgeta, że jego prognoza dotyczyła jednego roku – przez trzy tygodnie przekroczyły 400 dolarów. Rok później, Walter Piecyk, analityk z PaineWebber, prognozował, że w ciągu 12 miesięcy akcje Qualcomm osiągną cenę 1000 dolarów. Tego dnia, akcje podrożały o 31% do poziomu 659 dolarów, a do końca roku osiągnęły całkowicie 1,842% zysku.

Przepis na porażkę

Ale handlowanie, jakbyś siedział na rozżarzonych węglach, to nie jedyna forma spekulacji. W minionym dziesięcioleciu propagowano, popularyzowano, a potem odstawiano na bok niejedną metodę spekulacyjną. Wszystkie miały kilka cech wspólnych – łatwa, szybka i bezbolesna – i wszystkie łamały przynajmniej jedną podawaną przez Grahama zasadę odróżniającą inwestycje od spekulacji. Oto kilka modnych metod, które odeszły do lamusa:

* Zazwyczaj są to czteroliterowe skróty nazwy firmy, które pozwalają na identyfikację akcji do celów handlowych.
** Nie był to przypadek odosobniony. W latach 90. doszło co najmniej do trzech podobnych wydarzeń, gdy jednoseryjni inwestorzy wysyłali pomyłkowe zlecenia, bo wzięli jakiś symbol za skrót od nazwy spółki internetowej wchodzącej na giełdę.

• **Gotówka w kalendarzu.** Artykuły naukowe i popularne książki publikowane w latach osiemdziesiątych, szeroko promowały „efekt styczniowy", czyli skłonność akcji małych spółek do generowania znacznych zysków na przełomie roku. Badania te wykazywały, że jeśli w drugiej połowie grudnia zainwestujesz w akcje małych spółek i przetrzymasz je do stycznia, osiągniesz 5 do 10 punktów zysku powyżej średniej giełdowej. To budziło zdziwienie wielu ekspertów. Bo skoro sprawa jest tak prosta, to każdy może spróbować, a jak tłumy zaczną korzystać z okazji, okazja zniknie.

Co powodowało styczniowy skok? Po pierwsze, pod koniec roku wielu inwestorów sprzedawało słabe akcje, aby wykazać straty i obniżyć swoje podatki. Po drugie, gdy rok zbliżał się do końca, profesjonalni menedżerowie finansowi stawali się bardziej ostrożni, chcąc utrzymać swoje dobre wyniki (albo zminimalizować złe). Dlatego niechętnie kupowali (a nawet trzymali) taniejące akcje. A jeśli taniejące akcje należą do małej i nieznanej spółki, to menedżerowie tym bardziej nie chcą wykazywać ich pod koniec roku na liście posiadanych walorów. Dzięki tym wszystkim czynnikom, akcje drobnych spółek stawały się chwilową okazją. Gdy w styczniu wyprzedaż motywowana ograniczeniem podatków spadała, ceny rosły z powrotem i generowały szybki i znaczny zysk.

Efekt stycznia nie znikł całkowicie, ale wyraźnie osłabł. Według profesora Williama Schwerta z University of Rochester, jeśli pod koniec grudnia kupowałeś akcje drobnych spółek i sprzedawałeś je na początku stycznia, to w latach 1962–1979 mogłeś osiągnąć zyski o 8,5 punktu procentowego wyższe od średniej giełdowej, w latach 1980–1989 o 4,4 punktu, a w latach 1990–2000 o 5,8 punktu.*

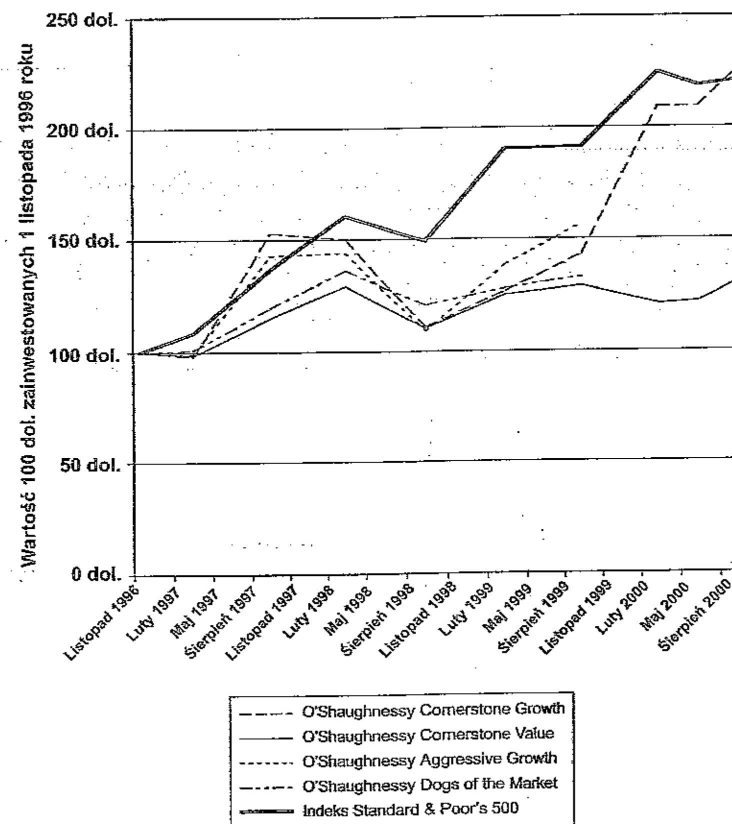
Im więcej ludzi dowiadywało się o „efekcie stycznia", tym więcej inwestorów kupowało w grudniu akcje drobnych spółek i tym mniejsze zyski przynosiła taka okazja. Poza tym, efekt stycznia najbardziej ujawnia się wśród najmniejszych spółek, a według Plexus Group, autorytetu w dziedzinie prowizji maklerskich, koszty kupna i sprzedaży ich akcji mogą sięgnąć 8% całej inwestycji.** Niestety, po opłaceniu firmy maklerskiej, zyski z efektu stycznia znacznie topnieją.

• **Rób to, „co działa".** W 1996 roku, mało znany menedżer finansowy James O'Shaughnessy, opublikował książkę *What Works on Wall Street* (Co działa

* Schwert omówił te ustalenia w znakomitym dokumencie *Anomalis and Market Efficency*, dostępnym na http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm.

* Patrz: Plexus Group Commentary 54, *The Official Icebergs of Transaction Costs*, styczeń 1998 na www.plexusgroup.com/fs_research.html.

Ilustracja 1.2. Jak to kiedyś było na Wall Street...



na Wall Street). Przekonywał w niej, że inwestorzy mogą „wznieść się wysoko ponad średnią giełdową". Wysunął zdumiewające twierdzenie: od 1954 roku do 1994 roku, można było uzyskać 8 074 504 dolarów z 10 000, ponad dziesięciokrotnie przekraczając średnią giełdową i osiągając roczną rentowność na poziomie 18,2%. W jaki sposób? Kupując koszyk 50 akcji o najwyższej rocznej rentowności spółek, które przez pięć lat powiększały swoje zyski, a cena ich akcji jest mniej niż 1,5 razy wyższa od dochodów.* Niczym Edison z Wall Street, O'Shaughnessy uzyskał patent (nr 5 978 778) na swoją

* James O'Shaughnessy, *What Works on Wall Street* (McGraw, 1996), str. 273–295.

„automatyczną strategię" i założył cztery fundusze powiernicze, działające w oparciu o jego odkrycia. Do końca 1999 roku, fundusze te wyciągnęły od ludzi ponad 175 mln, a w dorocznym liście do udziałowców O'Shaughnessy napisał szumnie: „Jak zwykle mam nadzieję, że wspólnie trzymając się obranego kursu i trwając przy sprawdzonych strategiach inwestycyjnych, osiągniemy nasze długoterminowe cele".

Ale to „co działa na Wall Street", przestało działać, gdy zostało upublicznione. Jak pokazuje wykres na poprzedniej stronie, dwa z jego funduszy radziły sobie tak źle, że na początku 2000 roku musiały zaprzestać działalności, a średnia giełdowa (według indeksu S&P 500) przewyższała każdy z funduszy O'Shaughnessy'ego niemal non stop, przez cztery lata.

W czerwcu 2000 roku, O'Shaughnessy przybliżył się do swego „długoterminowego celu", oddał fundusze nowemu menedżerowi i zostawił swoich klientów, aby sami bronili się przed „sprawdzonymi strategiami inwestycyjnymi".* Udziałowcy byliby być może mniej rozwścieczeni, gdyby precyzyjniej zatytułował swoją książkę, na przykład „Co działało na Wall Street... zanim napisałem tę książkę".

• **Podążaj za „The Foolish Four".** W połowie lat 90., witryna Motley Fool (i kilka książek), nagłośniły technikę o nazwie „The Foolish Four". Według Motley Fool, dzięki niej można „przeskoczyć średnią giełdową z ostatnich 25 lat" i „pobić fundusze inwestycyjne", jeśli tylko poświęci się na planowanie inwestycji „15 minut rocznie". A co najważniejsze, z techniką tą wiąże się „minimalne ryzyko". Wystarczy:

1. Wybrać z indeksu Dow Jones Industrial Average pięć akcji o najniższych cenach i najwyższych dywidendach.
2. Odrzucić tę, która jest najtańsza.
3. 40% kapitału zainwestować w akcje, których cena jest druga od końca.
4. W akcje trzech pozostałych spółek zainwestować po 20%.
5. Po upływie roku wybrać akcje z DJIA w ten sam sposób i odświeżyć swój portfel zgodnie z punktami 1–4.
6. Powtarzać tę czynność aż do osiągnięcia bogactwa.

* Jak na ironię, gdy O'Shaughnessy ogłosił, że oddaje zarząd innej firmie, dwa jego fundusze, które przetrwały (znane są teraz pod nazwą Hennessy), zaczęły sobie radzić całkiem dobrze. Udziałowcy funduszy wpadali w furię. Na forum na www.morningstar.com jeden z nich narzekał: – Chyba dla O'S „długoterminowy" oznacza trzyletni. [...] Wiem, jak cierpicie. Ja też uwierzyłem w jego metodę. [...] Namawiałem do tych funduszy krewnych i znajomych. Teraz cieszę się, że nie posłuchali moich rad.

Motley Fool twierdziła, że w okresie 25 lat ta technika będzie wyprzedzać średnią giełdową o 10,1 punktu procentowego rocznie. Przekonywała, że stosując technikę „The Foolish Four" po 20 latach z 20 000 dolarów będzie można uzyskać 1 791 000 dolarów (witryna ta twierdziła także, że można zarobić jeszcze więcej, jeśli wybierze się pięć akcji z DJIA, z najwyższym stosunkiem dywidendy do pierwiastka kwadratowego ceny giełdowej, i odrzuci te z najwyższym wynikiem a kupi cztery pozostałe).

Zastanówmy się, czy taka „strategia" pasuje do definicji inwestycji według Grahama.

- Jaka „wnikliwa analiza" uzasadnia odrzucenie akcji o najbardziej atrakcyjnej cenie oraz dywidendzie i zatrzymanie czterech, które mają te wartości gorsze?

- Jak można mówić o „minimalnym ryzyku" inwestując 40% kapitału w akcje jednej spółki?

- W jaki sposób portfel złożony z akcji tylko czterech spółek, może być wystarczająco zdywersyfikowany, aby zapewnić zabezpieczenie?

Krótko mówiąc „The Foolish Four", to jedna z bardziej idiotycznych metod doboru akcji, jakie kiedykolwiek wymyślono. Motley Fool popełniła ten sam błąd co O'Shaughnessy, bo gdy człowiek wystarczająco długo przegląda ogromne ilości danych, to zaczyna dostrzegać w nich wiele prawidłowości, choćby przypadkowych. Firmy, których akcje radzą sobie lepiej niż średnia giełdowa, mogą mieć wiele wspólnego czystym przypadkiem. Ale za pomocą odkrytych w ten sposób prawidłowości, nie da się przewidzieć przyszłych zysków.

Żadna, z metod odkrywanych przez Motley Fool, przy takich fanfarach – odrzucanie akcji z najlepszym wynikiem, inwestowanie dwukrotnie więcej w akcję drugą od końca albo dzielenie dywidendy przez pierwiastek kwadratowy ceny – nie jest w stanie określić zachowania akcji w przyszłości. Magazyn *Money* ustalił, że portfel złożony z akcji spółek, w których nazwach nie powtarzają się litery, osiąga wyniki co najmniej tak samo dobre, jak portfel dobierany metodą „The Foolish Four". I to z tego samego powodu – czystym przypadkiem.* Graham stale nam przypomina, że w przyszło-

* Patrz: Jason Zweig, *False Profits*, *Money*, sierpień 1999, str. 55–57. Wnikliwe omówienie „czterech fool" można znaleźć na www.investor.home.com/fool.htm.

ści akcje będą sobie radzić dobrze albo źle, ponieważ spółki, do których należą, będą prowadzić działalność dobrze albo źle. I nic poza tym.

Oczywiście „The Foolish Four" zamiast przeskakiwać średnią giełdową, naciągnęło tysiące ludzi, którzy dali się nabrać na tę formę inwestowania. W samym roku 2000, „cztery fool" – Caterpillar, Eastman Kodak, SBC i General Motors – straciły 14%, a indeks Dow Jones spadł o tylko 4,7%.

Jak pokazują powyższe przykłady, podczas bessy na Wall Street jednej rzeczy nigdy nie zabraknie – głupich pomysłów. Każda z tych tak zwanych metod inwestycyjnych, ustępuje pola Prawu Grahama. Wszystkie mechaniczne przepisy na osiągnięcie lepszych wyników, to, „zgodnie z prawem topniejących zysków rodzaj autodestrukcji". Nadzieje na zysk znikają z dwóch powodów. Jeśli metoda opiera się na przypadkowych statystykach (jak „cztery fool"), wystarczy upływ czasu, aby wykazać, że od początku nie miała sensu. Z kolei, jeśli jakaś metoda naprawdę sprawdzała się w przeszłości, to opublikowanie jej i upowszechnienie musi w przyszłości wyeliminować jej skuteczność.

Wszystko to potwierdza ostrzeżenie Grahama, że spekulacje trzeba traktować tak, jak weteran gier hazardowych traktuje swoje wypady do kasyna:

- Nigdy nie wolno się łudzić, że inwestujesz, gdy spekulujesz.
- Od momentu, gdy zaczynasz traktować spekulowanie poważnie, staje się ono śmiertelnie niebezpieczne.
- Trzeba narzucać stanowcze ograniczenia na sumy, które możesz postawić.

Tak jak rozsądny hazardzista zabiera do kasyna, powiedzmy, 100 dolarów, a resztę zostawia w sejfie, tak inteligentny inwestor drobną część kapitału przeznacza na „rachunek szaleństw". Dla większości z nas 10% to absolutne maksimum, jakie można wystawić na ryzyko spekulacyjne. Nigdy nie łącz pieniędzy z kont spekulacyjnych z pieniędzmi na kontach inwestycyjnych. Nigdy nie pozwalaj, aby myślenie spekulacyjne wpływało na twoje myślenie inwestycyjne. I nigdy, niezależnie od tego, co się dzieje, nie wpłacaj na „rachunek szaleństw" więcej niż 10% swoich pieniędzy.

Instynkt gracza stanowi nieodłączną cechę ludzkiej natury, więc większość ludzi na próżno próbuje go tłumić. Trzeba jednak narzucić mu ramy. To najlepszy sposób, aby nigdy nie pomieszać spekulacji z inwestycjami.

ROZDZIAŁ 2

Inwestor a inflacja

W ostatnich latach wiele uwagi pochłaniała inflacja i sposoby jej zwalczania. Spadek siły nabywczej dolara, a zwłaszcza obawa (albo nadzieja spekulantów), że w przyszłości będzie ona ciągle maleć, poważnie wpłynęły na sposób myślenia na Wall Street. Jest bowiem jasne, że gdy rosną koszty utrzymania, muszą ucierpieć na tym osoby o dochodach nominalnie stałych. Również stała, nominalnie zainwestowana kwota, traci na wartości. Posiadacze akcji mogą natomiast liczyć na to, że osłabienie siły nabywczej dolara, zostanie wyrównane przez dywidendy i wzrost cen akcji.

Na podstawie tych bezspornych faktów, wielu ekspertów finansowych doszło do wniosku, że obligacje są w zasadzie niemile widzianą formą inwestycji, a w konsekwencji, akcje z natury rzeczy, są bardziej pożądanymi instrumentami inwestycyjnymi. Słyszeliśmy na przykład, że pewnym instytucjom charytatywnym doradzano budowanie portfeli inwestycyjnych wyłącznie na bazie akcji*. To całkowite odwrócenie sytuacji z przeszłości, kiedy to instytucje powiernicze, zgodnie z prawem, musiały ograniczać swoje inwestycje do najlepszych obligacji (i paru akcji uprzywilejowanych).

Nasi czytelnicy mają z pewnością dość inteligencji, aby zauważyć, że nawet wysokiej jakości akcje, nie mogą być lepszym zakupem inwestycyjnym

* Pod koniec lat 90. rada ta – stosowna dla fundacji, które mają przed sobą nieskończony horyzont czasowy – zaczęła odnosić się także do indywidualnych inwestorów, którzy mają przed sobą ograniczony okres życia. W uznanej książce z 1994 roku *Stocks for the Long Run* profesor Jeremy Siegel z Wharton School zaleca, aby inwestorzy „podejmujący ryzyko" i kupujący na kredyt, pożyczali nieco więcej ponad jedną trzecią swojego kapitału netto, aby lokować w akcjach 135% swoich aktywów. Do gry wkroczyli nawet urzędnicy: w lutym 1999 roku Richard Dixon, skarbnik ze stanu Maryland, powiedział na konferencji prasowej poświęconej inwestowaniu, że „nie ma sensu, aby ktokolwiek trzymał jakiekolwiek pieniądze w funduszach obligacji".

niż obligacje, *niezależnie od sytuacji* – to znaczy bez względu na to, jak wysokie są ceny giełdowe, i jak niski jest bieżący zysk z dywidendy w porównaniu z zyskownością obligacji. Takie stwierdzenie byłoby równie absurdalne, jak często słyszane przed laty, że każda obligacja jest bezpieczniejsza niż akcja. W rozdziale tym, spróbujemy rozpatrzyć różne miary czynnika inflacji, aby ustalić zakres, od którego inteligentny inwestor może uzależniać swe oczekiwania od wzrostu poziomu cen w przyszłości.

W tym przypadku, podobnie jak w wielu innych kwestiach finansowych, politykę postępowania w przyszłości, musimy oprzeć na doświadczeniach z przeszłości. Czy dla naszego kraju inflacja jest czymś nowym, zwłaszcza w tak poważnej formie, jaką przybrała po roku 1965? Gdybyśmy mieli doświadczenia z inflacją porównywalną (lub większą), to jakie moglibyśmy wyciągnąć wnioski na temat zachowań w warunkach tej dzisiejszej? Zacznijmy od Tabeli 2.1., skondensowanego historycznego zestawienia, zawierającego wiele informacji na temat zmian ogólnego poziomu cen oraz towarzyszących im zmian zysków i wartości rynkowej akcji. Na początek wartości z 1915 roku – tabela obejmuje 55 lat w pięcioletnich odstępach (zamiast danych za rok 1945 podaliśmy dane za rok 1946, aby ominąć ostatni rok wojennej kontroli cen).

Od razu dostrzegamy, że inflację – i to dużą – już w przeszłości mieliśmy. Największa przypada na lata 1915–1920, kiedy koszty życia niemal się podwoiły. Rzuca to pewne światło na wzrost cen w latach 1965–1970, który wyniósł 15%. Między tymi dwoma pięcioleciami mieliśmy trzy okresy spadku cen oraz sześć, w których rosły one w różnym tempie, czasem zupełnie niewielkim. Na podstawie tej tabeli, inwestor z całą pewnością ma prawo dopuścić możliwość utrzymywania lub powrotu inflacji.

Czy da się coś powiedzieć na temat prawdopodobnego tempa inflacji? Tabela nie podsuwa żadnej gotowej odpowiedzi w tej kwestii – pokazuje tylko różne ewentualności. Warto jednak poszukać wskazówek, w dość spójnych danych z ostatnich 20 lat. Przeciętny roczny wzrost poziomu cen detalicznych wyniósł w tym okresie 2,5%, w pięcioleciu 1965–1970 średnio 4,5%, a w samym 1970 roku 5,4%. Oficjalna polityka rządu stanowczo przeciwdziałała wysokiej inflacji, i istnieją powody by przypuszczać, że w przyszłości polityka Komisji Rezerw Federalnych, będzie pod tym względem skuteczniejsza niż w ostatnich latach*. Naszym zdaniem, inwestor może przy-

* To jedna z nielicznych pomyłek Grahama. W 1973 roku, zaledwie dwa lata po tym, jak prezydent Richard Nixon wprowadził kontrolę cen i płac, inflacja osiągnęła 8,7%, czyli poziom najwyższy od zakończenia drugiej wojny światowej. Przez 10 lat od 1973 do 1982 roku była największą inflacją w dziejach nowożytnej Ameryki – koszty życia wzrosły ponad dwukrotnie.

Tabela 2.1. Ogólny poziom cen, zyski z akcji i ceny akcji w pięcioletnich okresach 1915–1970

Rok	Poziom cen[a]		Indeks akcji S&P 500[b]		Procentowa zmiana w stosunki do poprzedniego poziomu			
	hurtowych	konsumenckich	zyski	cena	ceny hurtowe (%)	ceny konsumenckie (%)	zyski z akcji (%)	ceny akcji (%)
1915	38,0	35,4		8,31				
1920	84,5	69,8		7,98	+96,0	+96,8		–4,0
1925	56,6	61,1	1,24	11,15	–33,4	–12,4		+41,5
1930	47,3	58,2	0,97	21,63	–16,5	–4,7	–21,9%	+88,0
1935	43,8	47,8	0,76	15,47	–7,4	–18,0	–21,6	–26,0
1940	43,0	48,8	1,05	11,02	–0,2	+2,1	+33,1	–28,8
1946[c]	66,1	68,0	1,06	17,08	+53,7	+40,0	+1,0	+55,0
1950	86,8	83,8	2,84	18,40	+31,5	+23,1	+168,0	+21,4
1955	97,2	93,3	3,62	40,49	+6,2	+11,4	+27,4	+121,0
1960	100,7	103,1	3,27	55,85	+9,2	+10,5	–9,7	+38,0
1965	102,5	109,9	5,19	88,17	+1,8	+6,6	+58,8	+57,0
1970	117,5	134,0	5,36	92,15	+14,6	+21,9	+3,3	+4,4

[a] Średnie roczne. Poziom cen z 1957 w tabeli = 100. Według nowej podstawy 1967 = 100, średnia z 1970 wynosi 116,3% cen konsumenckich i 110,4% hurtowych ceny akcji z indeksu.
[b] średnia z 1941–1943 = 10.
[c] 1946 – w celu uniknięcia kontroli cen.

jąć obecnie za podstawę analiz i decyzji prawdopodobną (choć dalece niepewną), stopę przyszłej inflacji na poziomie 3% rocznie. Dla porównania, średnia roczna stopa inflacji za cały okres 1915–1970 wyniosła $2^1/_2$%.[1]

Jakie byłyby konsekwencje takiego wzrostu cen? Z powodu wyższych kosztów utrzymania, pochłaniałyby około połowę dochodu, możliwego dziś do uzyskania z dobrych średnioterminowych, nie opodatkowanych obligacji (albo zakładanego przez nas opodatkowanego dochodu z najlepszych obligacji spółek). Byłby to uszczerbek poważny, ale nie ma co przesadzać. Nie oznaczałby jeszcze, że realna wartość, czyli siła nabywcza majątku inwestora, z upływem lat musiałaby spadać. Wydając połowę z dochodu odsetkowego po opodatkowaniu, utrzymywałby siłę nabywczą nietkniętą – nawet przy rocznej inflacji równej 3%.

Oczywiście nasuwa się pytanie: czy inwestor może mieć pewność, że postąpi lepiej, jeśli kupi i przetrzyma inne papiery niż pierwszorzędne obligacje, mimo ich niespotykanej stopy rentowności w latach 1970–1971? Czy nie należałoby raczej realizować programu inwestycyjnego, opartego wyłącznie na akcjach, zamiast budować portfel częściowo z akcji, częściowo z obligacji? Czy zabezpieczenie przed inflacją, nie jest nieodłącznym elementem inwestycji w akcje, i czy nie jest prawie pewne, że z upływem lat ich rentowność okaże się wyższa niż obligacji? Czy, zatem, w całym analizowanym

przez nas okresie 55 lat, akcje nie rozpieszczały inwestora bardziej niż obligacje?

Odpowiedź na te pytania jest trochę skomplikowana. Kiedyś, na dłuższą metę, akcje rzeczywiście osiągały lepsze wyniki niż obligacje. Wzrost wskaźnika DJIA, od średnio 77 w roku 1915, do średnio 753 w roku 1970, oznacza roczną stopę wzrostu cen akcji bliską 4%, do czego można dodać kolejne 4% przeciętnego zysku z dywidendy (odpowiednie liczby dla akcji składających się na indeks Standard & Poor's, są niemal takie same). Łączny wynik, w wysokości 8% rocznie, jest oczywiście znacznie lepszy niż rentowność obligacji w tym samym okresie 55 lat. Nie przewyższa on jednak, rentowności oferowanej dzisiaj przez pierwszorzędne obligacje. To prowadzi do następnego logicznego pytania: czy jest jakiś argument przekonujący, że w przyszłości akcje powinny przynosić znacznie więcej, niż w ciągu minionych 55 lat?

Na to pytanie odpowiedzieć brzmi po prostu: nie. W przyszłości akcje mogą przynosić większy zysk niż w przeszłości, ale nie ma żadnej pewności, że tak właśnie się stanie. Trzeba zająć się tu dwiema kwestiami, wynikającymi z czasu, dotyczącymi wyników inwestycyjnych. Pierwsza dotyczy tego, co nastąpi prawdopodobnie w długim okresie, powiedzmy, w ciągu najbliższych 25 lat. Druga tego, co powinno przytrafić się inwestorowi pod względem finansowym i psychicznym, w terminach krótkich lub średnich, na przykład w ciągu pięciu lub mniej niż pięciu lat. O jego nadziejach, lękach, zadowoleniu i rozczarowaniu tym co osiągnął, a przede wszystkim o wyborach, jak postępować dalej, nie decyduje retrospektywna ocena wszystkich inwestycji z całego życia, lecz doświadczenia ostatniego roku.

Tu sprawa jest jednoznaczna. Nie ma ścisłego związku między inflacją (ani deflacją), a zmianami cen i rentownością akcji. Wyraźnie widać to w latach 1966–1970. Koszty utrzymania wzrosły w tym czasie o 22%, najwięcej od pięciolecia 1946–1950. Ale ogólna rentowność i ceny akcji w 1965 roku spadły. Podobne rozbieżności (w obie strony), można zaobserwować w danych z wcześniejszych okresów.

Inflacja i zyski spółek

Inne, bardzo ważne podejście do tego problemu, to analiza wykazywanej przez amerykańskie firmy, stopy zwrotu z kapitału. Oczywiście podlegała ona zmianom wraz ze zmianami ogólnego poziomu gospodarczego, ale nie wykazywała tendencji rosnącej wraz ze wzrostem cen hurtowych czy kosztów utrzymania. Właściwie, w ciągu ostatnich 20 lat znacznie spadła, mimo panującej w tym okresie inflacji – do pewnego stopnia spadek ten wynikał z bardziej liberalnych stawek amortyzacyjnych, zob. Tabela 2.2. Wnikliwe badania doprowadziły nas do wniosku, że inwestor nie może liczyć na zbyt wiele powyżej zysków spółek DJIA w ostatnich pięciu latach – około 10% w stosunku do aktywów trwałych (wartości księgowej), stojących za danymi akcjami.[2] Ponieważ wartość rynkowa tych akcji znacznie przekracza ich wartość księgową, na przykład w połowie 1971 roku stosunek ten wynosił 900 do 560 – stopa zysku w stosunku do bieżącej wartości rynkowej wynosiła już tylko około $6^1/_4$% (zazwyczaj podaje się tę relację odwrotnie, czyli ile razy cena przekracza zysk, na przykład cena spółek z DJIA, na poziomie 900, jest 18 razy większa od faktycznych zysków w okresie 12 miesięcy do czerwca 1971 roku).

Liczby te, potwierdzają sugestię wyrażoną w poprzednim rozdziale*, że inwestor może zakładać przeciętną stopę zwrotu z dywidendy na poziomie 3,5% wartości rynkowej akcji plus aprecjację rzędu 4%, osiąganą z reinwestowania zysków (zakładamy tutaj, że każdy dolar dodany do wartości księgowej zwiększa cenę rynkową o około 1,60 dolara).

Czytelnik może w tym miejscu zgłosić zastrzeżenie, że nasze ostateczne kalkulacje nie uwzględniają wzrostu cen i rentowności akcji, jakie miałyby wynikać z przewidywanej przez nas inflacji na poziomie 3% rocznie. Tłumaczymy to brakiem jakichkolwiek przesłanek po temu, że w przeszłości podobna inflacja wywierała bezpośredni wpływ na wykazywane przez spółki zyski na akcję. Liczby pokazują, że w minionych 20 latach każdy znaczny wzrost spółek z DJIA, wynikał ze stosunkowo znacznego zwiększenia zainwestowanego kapitału, dzięki reinwestowaniu zysków. Gdyby inflacja była osobnym czynnikiem działającym na korzyść, pod jej wpływem rosłaby „wartość" dotychczasowego kapitału. To z kolei, zwiększyłoby stopę zysków ze starego kapitału, a tym samym z łącznej kwoty kapitału starego i nowego. Jednak w minionych 20 latach, poziom cen hurtowych wzrósł blisko o 40% (na zyski przedsiębiorstwa większy wpływ powinny mieć ceny hurtowe niż detaliczne), a nic takiego się nie działo. Inflacja może powiększyć wartość akcji tylko dzięki temu, że podniesie stopy zysków z inwestycji kapitałowych. Wydarzenia z przeszłości nie potwierdzają, aby to się zdarzyło.

Dawne cykle ekonomiczne przebiegały tak, że zdrowej sytuacji gospodarczej towarzyszył wzrost cen, a gorszym wynikom spółek ich spadek.

* Patrz: str. 35.

Dlatego powszechnie uważało się, że „niewielka inflacja" korzystnie wpływa na zyski przedsiębiorstw. Pogląd ten potwierdza sytuacja z lat 1950–1970, kiedy to trwałej koniunkturze towarzyszył wzrost cen. Jednak dane pokazują, że wpływ tych procesów na potencjał zysków z akcji („kapitału akcyjnego") był dość ograniczony. Właściwie nawet nie przyczyniły się do podtrzymania stopy zysków z inwestycji. Najwyraźniej zatem przeciwdziałały im jakieś ważne czynniki, uniemożliwiające wyraźny wzrost realnej rentowności ogółu amerykańskich przedsiębiorstw. Być może do najważniejszych należały: wzrost płac, przekraczający wzrost wydajności, i olbrzymie zapotrzebowanie na kapitał, z którego to powodu malał stosunek sprzedaży do zaangażowanego kapitału.

Liczby z Tabeli 2.2. wskazują na to, że inflacja nie tylko nie przynosi korzyści amerykańskim spółkom i ich akcjonariuszom, ale oddziałuje wręcz przeciwnie. Najbardziej uderzają dane, ukazujące wzrost zadłużenia przedsiębiorstw w latach 1950–1969. To zdumiewające, jak mało uwagi poświęcają temu procesowi ekonomiści i Wall Street. Zadłużenie przedsiębiorstw wzrosło niemal pięciokrotnie, a ich zyski przed opodatkowaniem zwiększyły się tylko nieco ponad dwa razy. Przy wielkim wzroście stóp odsetkowych, jaki nastąpił w tym okresie, łączne zadłużenie spółek jest niekorzystnym czynnikiem ekonomicznym, a dla poszczególnych przedsiębiorstw poważnym problemem (zwróćmy uwagę, że w roku 1950 zyski netto, po odliczeniu kosztów odsetkowych, a przed opodatkowaniem od dochodu, stanowiły około 30% długu przedsiębiorstw, natomiast w roku 1969 wyniosły zaledwie 13,2% zadłużenia. Dane dla roku 1970 były zapewne jeszcze mniej zadowalające). Generalnie można sądzić, że ogólna rentowność kapitału w wysokości 11%, jest osiągana w znacznej części kosztem zaciągania nowego, wysokiego długu, którego koszt wynosi 4%, a trochę mniej po uwzględnieniu ulg podatkowych. Gdyby nasze przedsiębiorstwa utrzymywały

Tabela 2.2. Zadłużenie spółek, dochody i zyski na kapitał w latach 1950–1969

Lata	Zadłużenie spółki netto (mld dol.)	Dochód		Procent zysku z kapitału	
		przed opodatkowaniem (mln dol.)	po opodatkowaniu (mln dol.)	dane S&P[a] (%)	inne dane[b] (%)
1950	140,2	42,6	17,8	18,3	15,0
1955	212,1	48,6	27,0	18,3	12,9
1960	302,8	49,7	26,7	10,4	9,1
1965	453,3	77,8	46,5	10,8	11,8
1969	692,9	91,2	48,5	11,8	11,3

[a] Zyski spółek przemysłowych z indeksu Standard & Poor's podzielone przez wartość księgową w danym roku.
[b] Dane z 1950 i 1955 pochodzą z Cottle and Whitman; a z lat 1960–1969 z *Fortune*.

wskaźnik zadłużenia z roku 1950, ich stopa rentowności z kapitału akcyjnego spadłaby, mimo inflacji, jeszcze bardziej.

Na giełdzie uważano, że główną ofiarą inflacji padły zakłady użyteczności publicznej, które, z jednej strony, gnębił duży wzrost kosztu pożyczonych pieniędzy, a z drugiej, utrudnienia w podnoszeniu cen zgodnie z przepisami. Warto jednak zauważyć, że jednostkowe koszty prądu, gazu czy usług telefonicznych, wzrosły znacznie mniej niż ogólny wskaźnik cen, co daje tym firmom silną pozycję strategiczną na przyszłość.[3] Zgodnie z prawem, mogą nakładać opłaty zapewniające odpowiednią rentowność zainwestowanego kapitału, co w przyszłości prawdopodobnie zapewni udziałowcom taką samą ochronę jak w czasach dawniejszej inflacji.

Z powyższych rozważań wynika taki oto wniosek, że inwestor nie ma żadnych uzasadnionych podstaw, by oczekiwać od akcji z DJIA, zakupionych po cenach z końca 1971 roku, przeciętnego ogólnego zysku wyższego niż około 8%. Jednak, nawet gdyby oczekiwania okazały się zaniżone, nie przemawia to za przyjęciem programu inwestycyjnego opartego wyłącznie na akcjach. Jeśli można coś pewnego powiedzieć o przyszłości, to tylko tyle, że zyski i przeciętna roczna wartość rynkowa portfela akcji nie będą rosły ani o 4%, ani o jakikolwiek inny równomierny wskaźnik. W myśl słów J. P. Morgana: „Ceny będą się wahać".* Oznacza to przede wszystkim, że inwestor, kupujący akcje po dzisiejszych lub jutrzejszych cenach, ryzykuje, że w najbliższych latach nie osiągnie zadowalających wyników. Spółka General Electric (i sam wskaźnik DJIA), aby wrócić do siebie po katastrofalnych spadkach w latach 1929–1932, potrzebowały 25 lat. Poza tym, jeśli inwestor skupia się na akcjach, to wedle wszelkiego prawdopodobieństwa, optymistyczne wzrosty albo zniechęcające spadki zdezorientują go. Zwłaszcza w sytuacjach, w których jego rozumowanie opiera się ściśle na oczekiwaniach dalszej inflacji. Wtedy, gdy nadchodzi hossa, nie traktuje wzrostów cen jako niebezpiecznego sygnału nieuchronnych spadków, ani jako szansy na zrealizowanie sowitych zysków. Są dla niego potwierdzeniem hipotezy o inflacji oraz powodem kupna akcji bez względu na aktualnie wysoki poziom cen, czy niską dywidendę. To może doprowadzić do łez.

* John Pierpont Morgan był najpotężniejszym finansistą końca XIX i początku XX wieku. Ponieważ miał ogromne wpływy, stale pytano go, co będzie działo się na giełdzie. On udzielał zawsze krótkiej i trafnej odpowiedzi: „Będą wahania". Patrz: Jean Strouse, *Morgan: American Financier*, Random House 1999, str. 11.

Zabezpieczenia przed inflacją. Alternatywy do akcji

Na całym świecie, gdy ludzie przestawali ufać własnej walucie, postępowali według takiego samego schematu – kupowali i przechowywali złoto. Na szczęście dla obywateli amerykańskich, takie postępowanie od 1935 roku jest niezgodne z prawem. W ciągu minionych 35 lat, do początku 1972 roku, cena złota na wolnym rynku wzrosła z 35 do 48 dolarów za uncję, a więc zaledwie o 35%. Jednocześnie, w ciągu całego tego okresu, posiadacz złota nie uzyskiwał ze swego kapitału żadnego rocznego dochodu, a tylko ponosił pewne koszty przechowywania. Zrobiłby więc ze swych pieniędzy znacznie lepszy użytek, wpłacające je, mimo ogólnego wzrostu poziomu cen, na oprocentowane konto oszczędnościowe.

Złoto prawie w ogóle nie zabezpiecza przed spadkiem siły nabywczej dolara, i dlatego rodzą się poważne wątpliwości, czy lokowanie pieniędzy „w towarach" może uchronić zwyczajnego inwestora przed inflacją*. Tylko niewiele z nich osiągnęło imponujący wzrost wartości rynkowej po upływie lat, na przykład: brylanty, obrazy wielkich mistrzów, pierwodruki książek, rzadkie znaczki pocztowe, monety itd. Jednak w wielu, a nawet w większości, wymienionych przykładów, ceny zawierają pewien element sztuczności, niepewności, a nawet fantazji. Trudno uznać, wyłożenie 67 500 dolarów za srebrnego dolara z 1804 roku (notabene wybitego w innym roku), za „operację inwestycyjną".[4] Przyznajemy jednak, że nie posiedliśmy głębszej wiedzy w tej dziedzinie.

Bardzo długo, za pewną inwestycję długoterminową, dobrze zabezpieczoną przed inflacją, uchodził zakup nieruchomości. Niestety, również ceny nieruchomości w dużym zakresie podlegają wahaniom. Można popełnić poważne błędy przy wyborze lokalizacji, ustalaniu ceny itp. Narażeni jesteśmy też na sztuczki sprzedawców. Poza tym, dywersyfikacja nie jest najlepszym wyjściem dla inwestora o skromnych środkach – nie licząc różnych form współwłasności i niebezpiecznego zakupu nowo emitowanych papierów (co niewiele różni się od posiadania zwykłych akcji). To również nie nasza dziedzina. Możemy powiedzieć inwestorowi tylko tyle: „Zanim w coś wejdziesz, przekonaj się, że to dla ciebie".

* Filozof inwestycji Peter L. Bernstein uważa, że Graham „mylił się sromotnie" w kwestii metali szlachetnych, zwłaszcza złota, które (przynajmniej w latach po napisaniu tego rozdziału) pokazało, że znakomicie potrafi pokonywać inflację. Zgadza się z tym doradca finansowy William Bernstein, który zwraca uwagę, że ulokowanie drobnej części portfela (powiedzmy 2%) w metalach szlachetnych to za mało, aby znacznie zaniżyć ogólną rentowność, gdy złoto zniżkuje. Ale gdy ma się dobrze, często zyski bywają spektakularne – nawet ponad 100% rocznie. Niemniej jednak inteligentny inwestor powinien unikać bezpośrednich inwestycji w złoto ze względu na wysokie koszty składowania i ubezpieczenia. Powinien raczej poszukać zdywersyfikowanego funduszu inwestycyjnego wyspecjalizowanego w spółkach zajmujących się metalami szlachetnymi i mającego koszty poniżej 1% rocznie. Należy ograniczyć taką inwestycję do 2% ogółu swojego kapitału (a w przypadku osoby powyżej 65 roku życia – do 5%).

Wniosek

Oczywiście wracamy do polityki zalecanej w poprzednim rozdziale. Z powodu niepewnej przyszłości, inwestor nie może pozwolić sobie na wkładanie wszystkich środków do jednego koszyka – ani do koszyka obligacji, mimo ostatnio ich bezprecedensowo wysokiego oprocentowania, ani do koszyka akcji, mimo perspektywy dalszej inflacji.

Im bardziej inwestor zależy od swego portfela i uzyskiwanych z niego dochodów, tym ważniejsze staje się dla niego zabezpieczenie przed tym, co nieoczekiwane i co może rozczarować. Konserwatywny inwestor zawsze dąży do minimalizacji ryzyka. Naszym zdaniem zakup obligacji spółki telefonicznej o rentowności bliskiej $7^1/_2$% niesie znacznie mniejsze ryzyko, niż zakup akcji spółek z DJIA, przy wskaźniku równym 900 (lub z innej podobnej listy). Może oczywiście pojawić się inflacja na dużą skalę, przed którą inwestor też musi się jakoś zabezpieczyć. Nie ma żadnej pewności, że akcje wchodzące w skład portfela, w pełni go przed nią zabezpieczą, niemniej jednak, stanowią one lepsze zabezpieczenie niż obligacje.

W wydaniu z roku 1965 (str. 97) pisaliśmy na ten temat, a teraz powtarzamy:

> Czytelnik musi wiedzieć, że akcje na tym poziomie cen (892 dla akcji z DJIA), nie budzą w nas żadnego entuzjazmu. Z wymienionych wcześniej powodów czujemy, że defensywny inwestor nie może sobie pozwolić na to, aby wyraźna część jego portfela nie składała się z akcji, nawet jeśli uważamy takie rozwiązanie tylko za mniejsze zło – większym ryzykiem byłoby gromadzenie samych obligacji.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 2

Amerykanie stają się coraz silniejsi. Dwadzieścia lat temu, aby podnieść zakupy za 20 dolarów, potrzeba było dwojga ludzi. Dziś udźwignie je pięciolatek.

Henny Youngman

Inflacja? A kto by się nią przejmował?

Przecież roczny wzrost cen towarów i usług w latach 1997–2002, oscylował poniżej 2,2%, a ekonomiści uważają nawet, że ten i tak niski wskaźnik, może być przesadzony* (pomyślmy na przykład o spadających cenach komputerów i elektroniki domowego użytku, a także o wzroście jakości wielu towarów, który świadczy o tym, że konsumenci otrzymują za swoje pieniądze więcej wartości dodanej). W ostatnich latach, rzeczywisty wskaźnik inflacji w USA, wynosił prawdopodobnie około 1% rocznie, co jest wartością tak znikomą, że niektórzy specjaliści ogłosili nawet „śmierć inflacji".**

Iluzoryczne pieniądze

Istnieje jeszcze jeden powód, dla którego inwestorzy lekceważą inflację, a psychologowie nazywają ją „iluzorycznymi pieniędzmi". Jeśli wzrost wynosi 2% w skali rocznej, przy inflacji na poziomie 4%, człowiek czuje się znacznie lepiej niż wtedy, gdy traci 2% przy inflacji zerowej. Ale w obu przypadkach, zmiana płac prowadzi do identycznej pozycji – straty 2% po

* Wyliczając Consumer Price Index CPJ (Indeks Inflacji), The U.S. Bureau of Labor Statistics prowadzi przydatną i wyczerpującą stronę www.bls.gov/cpi/home.htm.

** O dyskusji na temat „śmierci inflacji" możesz przeczytać na www.pbs.org/newshour/bb/economy/july-dec97/inflation_12-16.html. W 1996 roku rząd poprosił grupę ekonomistów, zwaną Komisją Boskina, o zbadanie, czy oficjalny wskaźnik inflacji jest prawdziwy, ponieważ z szacunków wynikało, że bywał zawyżany nawet o 2 punkty procentowe rocznie. Sprawozdanie Komisji znajduje się na www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html. Wielu specjalistów uważa, że obecnie większy problem stanowi deflacja, czyli spadek cen. Najlepszym sposobem na zabezpieczenie się przed ryzykiem, jest stałe utrzymywanie w portfelu pakietu obligacji (patrz: Komentarz do Rozdziału 4).

uwzględnieniu inflacji. Dopóki więc *nominalna* zmiana jest na lepsze, postrzegamy ją jako coś dobrego... nawet jeśli realnie (po uwzględnieniu inflacji), wychodzi na gorsze. Poza tym, każda zmiana dotycząca własnej pensji, jest wyraźniejsza niż ogólna zmiana cen w całej gospodarce.* Podobnie dzieje się z inwestorami. Byli zachwyceni, gdy zarobili w 1980 roku 11% na bankowych certyfikatach depozytowych, i gorzko zawiedzeni w 2003 roku, gdy ich zarobki wyniosły około 2%, chociaż w pierwszym przypadku tracili pieniądze z powodu inflacji, a w drugim zyskiwali. Informacje o nominalnych zyskach banki publikują w ogłoszeniach i umieszczają w swoich witrynach okiennych, bo duże liczby wpływają na nas pozytywnie. Ale inflacja potajemnie je zaniża. Pozbawia nas bogactwa. Właśnie dlatego, tak łatwo ją przeoczyć. I dlatego też, jest tak ważnym miernikiem naszego sukcesu inwestycyjnego – liczy się nie tylko to, ile zarobiliśmy, ale także to, ile nam zostanie po uwzględnieniu inflacji.

Inteligentny inwestor musi więc strzec się niespodziewanych i lekceważonych aspektów inflacji. Z co najmniej trzech powodów nie wolno zakładać, że „inflacja umarła":

- W latach 1973–1982 Stany Zjednoczone przeżyły, jeden z najdotkliwszych w dziejach, atak inflacji. Zgodnie z Indeksem Cen Detalicznych, ceny uległy wtedy podwojeniu, a roczna stopa wzrostu wynosiła prawie 9%. W samym 1979 roku inflacja szalała na poziomie 13,3%, paraliżując gospodarkę i prowadząc do tak zwanej „stagflacji". Wielu komentatorów podważało zdolność Ameryki do konkurowania na globalnym rynku.** Towary i usługi wyceniane na początku 1973 roku na 100 dolarów, pod koniec 1982 roku kosztowały 230 dolarów, co skurczyło wartość dolara do 45 centów. Nikt, kto to przeżył, nie będzie drwił ze zubożenia. Nikt rozważny nie zaniedba zabezpieczenia się przed ryzykiem, pamiętając, że znów może dojść do czegoś takiego.
- Od 1960 roku, 69% krajów z gospodarką rynkową, miało co najmniej jeden rok, kiedy stopa inflacji sięgnęła 25%. W tych okresach siła nabywcza inwestorów zmalała średnio o 53%.*** Szaleństwem byłoby nie mieć nadziei, że Ameryka jest w pewien sposób uodporniona na takie katastrofy. Ale jesz-

* Więcej szczegółów na temat pułapek zachowań znajdziesz w tekście *Money Illusion* Eldara Shafira, Petera Diamonda i Amosa Trevsky'ego w *Choices, Values, and Frames* pod red. Daniela Kahnemana i Amosa Tversky'ego (Cambridge University Press, 2000) str. 335–355.

** W tym roku prezydent Jimmy Carter wygłosił słynną mowę o „marazmie", ostrzegając przed „kryzysem wiary w siebie", który „uderza w serce i duszę woli narodu" oraz „grozi zniszczeniem społeczno-politycznej struktury Ameryki".

*** Patrz: Stanley Fischer, Ratna Sahay i Carlos A. Vegh, *Modern Hyper and High Inflation*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8930, na www.nber.org/papers/w8930.

cze większym szaleństwem byłoby założenie, że tutaj nigdy do tego nie dojdzie.*

• Podnoszenie cen pozwoliło spłacać Wujowi Samowi długi dolarowe, które dzięki inflacji potaniały. Zupełne zlikwidowanie inflacji, byłoby wbrew egoistycznym interesom każdego rządu, który przecież regularnie pożycza pieniądze.**

Asekuracja połowiczna

Co zatem inteligentny inwestor może zrobić, aby bronić się przed inflacją? Typowa odpowiedź brzmiałaby: „kupować akcje". Ale jak to zwykle z uniwersalnymi odpowiedziami bywa, nie do końca są prawdziwe.

Ilustracja 2.1. prezentuje dane z lat 1926–2002 dotyczące relacji między inflacją a cenami akcji.

Jak widać, w latach spadku cen towarów konsumpcyjnych i usług, po lewej stronie wykresu, rentowność akcji była przerażająca – ich ceny traciły aż do 43% wartości.*** Gdy inflacja wzrosła powyżej 6%, akcje również nie zachowywały się korzystnie. W sześciu z 14 lat, w których inflacja przekroczyła 6%, giełda papierów wartościowych przynosiła straty. Średnia rentowność w tych 14 latach wynosiła marne 2,6%.

Łagodna inflacja pozwala przedsiębiorstwom przerzucać na klientów rosnące koszty swoich surowców. Wysoka – sieje spustoszenie, zmuszając odbiorców do rezygnacji z części zakupów, i prowadząc do osłabienia całej gospodarki.

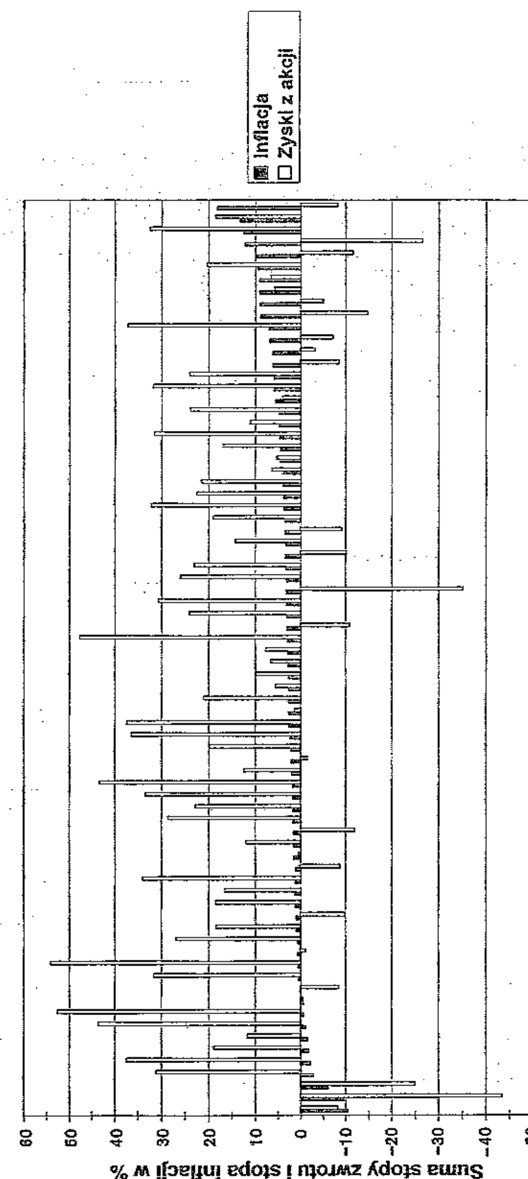
Dane historyczne jasno pokazują, że odkąd w 1926 roku zaczęto gromadzić dokładne dane na temat giełdy, były 64 okresy pięcioletnie (1926–1930,

* Ameryka ma za sobą właściwie dwa okresy hiperinflacji. W czasach rewolucji amerykańskiej, między 1777 a 1779 rokiem, ceny co roku ulegały mniej więcej potrojeniu, a w Massachusetts funt masła kosztował nawet 12 dolarów, cena baryłki mąki sięgnęła 1600 dolarów. Podczas wojny secesyjnej roczna stopa inflacji wynosiła 29% na północy i prawie 200% w stanach konfederackich. Ostatnio, w 1946 roku, w USA inflacja skoczyła do 18,1%.

** To cyniczne lecz trafne spostrzeżenie zapożyczyłem od Laurence'a Siegela z Fundacji Forda. Odwrotnie jest w okresach deflacji, kiedy lepiej być tym, który pożycza pieniądze, niż tym, który udziela pożyczki. I właśnie dlatego, inwestorzy przynajmniej część kapitału powinni lokować w obligacje, które stanowią pewną formę zabezpieczenia przed deflacją cen.

*** Ujemna inflacja ma swój specjalny termin – „deflacja". Na pierwszy rzut oka, regularny spadek cen może wydawać się zjawiskiem atrakcyjnym. Ale warto spojrzeć na przykład Japonii. Od 1989 roku panowała tam deflacja, która z roku na rok powodowała spadek cen nieruchomości i papierów wartościowych. Stanowiło to okrutną torturę, dla drugiej pod względem wielkości, gospodarki na świecie.

Ilustracja 2.1. Jak fundusze asekuracyjne radzą sobie z inflacją?



Wykres przedstawia inflację i stopę zwrotu akcji w każdym roku pomiędzy 1926 a 2002. Lata nie są ułożone chronologicznie, ale od najniższej rocznej stopy inflacji do najwyższej. Gdy inflacja jest niska (z lewej strony), akcje wypadają słabo. Gdy inflacja jest umiarkowana, jak przez większość lat w tym okresie, akcje miały się na ogół dobrze. Natomiast gdy inflacja szalała na bardzo wysokim poziomie (z prawej), akcje zachowywały się kapryśnie i czasami spadały przynajmniej o 10%.
Źródło: Ibbotson Associates.

1927–1931, 1928–1932 i tak dalej, aż do 1998–2002). W 50 z nich (czyli przez 78% czasu) ceny akcji rosły szybciej niż inflacja.* To wynik imponujący, ale nie doskonały. Oznacza bowiem, że w ciągu jednej piątej czasu, ceny akcji rosną wolniej niż inflacja.

Dwa skróty na ratunek

Na szczęście, przed inflacją można bronić się nie tylko przy pomocy akcji. Od czasów, kiedy Benjamin Graham po raz ostatni uzupełniał swój tekst, wśród inwestorów popularnością zaczęły cieszyć się dwa sposoby obrony przed inflacją:

REIT, Real Estate Investment Trusts, czyli powiernictwo nieruchomości. To przedsiębiorstwa, które posiadają na własność lokale użytkowe i mieszkalne, z których pobierają czynsz.** Zgromadzone w funduszach nieruchomości, znakomicie radzą sobie z przeciwdziałaniem inflacji. Najlepszy jest REIT Fund Index. Do innych, niezbyt kosztownych, należą: Cohen & Steers Realty Shares, Columbia Real Estate Equity Fund i Fidelity Real Estate Investment Fund.*** Chociaż REIT nie są idealnym sposobem na inflację, w dłuższej perspektywie powinny chronić przed kurczeniem siły nabywczej, bez znacznego uszczuplania ogólnych zysków.

TIPS, Treasury Inflation-Protected Securities, czyli papiery wartościowe chronione przed inflacją przez Skarb Państwa. Są to amerykańskie obligacje rządowe, po raz pierwszy wyemitowane w 1997 roku. Ich wartość rośnie automatycznie wraz z inflacją. Zakup obligacji skarbowych też nie wiąże się z ryzykiem nie wypłacenia należności, ponieważ stoi za nimi zaufanie do rządu USA. Ale TIPS gwarantują, że inflacja nie naruszy poczynionej inwestycji. Jeden pakiet zapewnia ochronę przed stratą finansową i ochronę przed stratą siły nabywczej.****

* Ibbotson Associates *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, 2003 Handbook* (Ibbotson Associates, Chicago 2003), Tabela 2.8. Taką samą prawidłowość można zaobserwować poza Stanami Zjednoczonymi – w Belgii, Niemczech i we Włoszech, gdzie w XX wieku inflacja była szczególnie wysoka i „najwidoczniej miała negatywny wpływ na rynek akcji i obligacji", jak zauważyli Elroy Dimson, Paul Marsh i Mike Staunton w *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* (Princeton University Press, 2002), str. 53.

** Informacje, chociaż czasem nieco zdezaktualizowane, na temat REIT można znaleźć na www.nareit.com.

*** Więcej informacji na ten temat znajdziesz na www.vanguard.com, www.cohenandsteers.com, www.columbiafunds.com i www.fidelity.com. Jeśli jesteś posiadaczem domu, masz mniej powodów do inwestowania w fundusze REIT, ponieważ w ten sposób podwyższasz stawkę zainwestowaną w nieruchomości.

Jest tu jednak pewien haczyk. Gdy wartość obligacji TIPS rośnie wraz z inflacją, urząd skarbowy uznaje wzrost wartości za dochód podlegający opodatkowaniu, choć przecież jest to wyłącznie zysk na papierze (o ile inwestor nie sprzedał obligacji po nowej, wyższej cenie). Dlaczego fiskus tak postępuje? Inteligentny inwestor powinien zapamiętać mądre słowa analityka finansowego Marka Schwebera: „Nigdy nie zadawaj biurokratom pytania: – Dlaczego?" Z powodu tych komplikacji podatkowych, TIPS najbardziej nadają się dla indywidualnych kont emerytalnych z opóźnionym terminem płatności podatku, na przykład IRA, Keogh lub 401(k), które nie zawyżają dochodu podlegającego opodatkowaniu.

TIPS można kupić bezpośrednio od rządu USA na stronie www.publicdebt.treas.gov/of/ofinflin.htm lub za pośrednictwem funduszu powierniczego, na przykład Vanguard Inflation-Protected Securities, lub Fidelity Inflation-Protected Bond Fund.* Obojętnie, czy TIPS kupuje się bezpośrednio, czy za pośrednictwem funduszy, są idealnym substytutem części funduszu emerytalnego, który w innym razie trzymany byłby w gotówce. Nie warto nimi obracać. Na krótką metę ich wartość może ulegać wahaniom, dlatego najlepiej sprawdzają się jako inwestycje długoterminowe. Dla większości inwestorów, mądrym wyjściem będzie ulokowanie przynajmniej 10% kapitału emerytalnego w TIPS, część pieniędzy będzie w ten sposób całkowicie bezpieczna i kompletnie poza zasięgiem niewidzialnych szponów inflacji.

**** Dobre informacje wstępne na temat TIPS można znaleźć na www.publicdebt.treas.gov/of/ofinflin.htm. Bardziej szczegółowe omówienia na www.federalreserve.gov/Pubs/feds/2002/200232/200232pap.pdf, www.tiaa-crefinstitute.org/Publications/resdiags/73_09-2002.htm i www.bwater.com/research_ibonds.htm.

* Szczegóły na stronach: www.fidelity.com i www.vanguard.com.

ROZDZIAŁ 3

Sto lat dziejów giełdy. Poziom cen akcji na początku 1972 roku

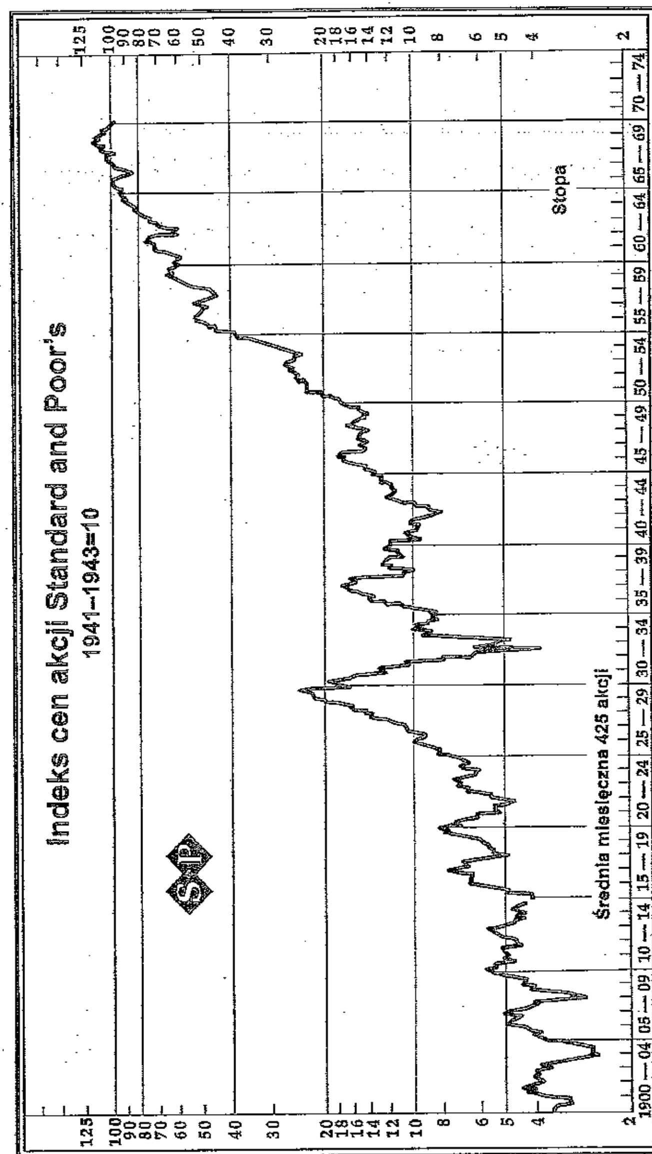
Wypełniony akcjami portfel inwestora to zaledwie drobny wycinek olbrzymiej i niezwykłej instytucji, znanej pod nazwą giełda. Rozsądek podpowiada, że trzeba zdobyć pewne pojęcie na temat jej dziejów, zwłaszcza dotyczące historii wahań poziomów cen i różnych relacji między cenami a zyskami i dywidendami. Wiedza ta, umożliwia sformułowanie przydatnych ocen atrakcyjności rynku, na różnych historycznych poziomach, i związanych z nimi niebezpieczeństw. Tak się składa, że dokładne dane statystyczne na temat cen, zysków i dywidend dotyczą okresu sięgającego dokładnie 100 lat wstecz, do roku 1871 (materiał z pierwszej połowy tego okresu, choć nie tak wyczerpujący ani wiarygodny, jak dane z drugiego półwiecza, także jest przydatny). W tym rozdziale przedstawimy dane w sposób bardzo skondensowany, koncentrując się na dwóch sprawach. Po pierwsze, chcemy pokazać ogólnie, jak zmieniały się ceny na przestrzeni wielu cyklów minionego stulecia. Po drugie, chcemy to zaprezentować na podstawie średnich z kolejnych dziesięcioleci – nie tylko pod kątem cen akcji, ale również zysków i dywidend – aby uwidocznić zmieniające się relacje między tymi trzema, jakże istotnymi, czynnikami. Dysponując takim bogactwem danych, będziemy mogli rozważać poziom cen z początku roku 1972.

Długoletnie dzieje giełdy zostały podsumowane w dwóch tabelach i na wykresie. Tabela 3.1. przedstawia minima i maksima 19 cyklów bessy i hossy w minionych 100 latach. Odwołaliśmy się do dwóch indeksów giełdowych. Pierwszy, to połączenie wyników dawnych analiz Komisji Cowlesa, sięgających roku 1870, oraz ich kontynuacji, czyli słynnego indeksu Standard & Poor's 500. Drugi, to jeszcze słynniejszy wskaźnik wartości akcji spółek przemysłowych – DJIA (albo po prostu „Dow"), notowany od roku 1897. Obejmuje on 30 dużych przedsiębiorstw, m.in. American Telephone & Telegraph.[1]

Tabela 3.1. Największe wahania cen akcji spółek giełdowych w okresie 1871–1971

Lata	Cowles-Standard 500 Composite			Dow-Jones Industrial Average		
	maksimum	minimum	spadek (%)	maksimum	minimum	spadek (%)
1871		4,64				
1881	6,58					
1885		4,24	28			
1887	5,90					
1893		4,08	31			
1897					38,85	
1899				77,6		
1900					53,5	31
1901	8,50			78,3		
1903		6,26	26		43,2	45
1906	10,03			103,0		
1907		6,25	38		53,0	48
1909	10,30			100,5		
1914		7,35	29		53,2	47
1916–18	10,21			110,2		
1917		6,80	33		73,4	33
1919	9,51			119,6		
1921		6,45	32		63,9	47
1929	31,92			381,0		
1932		4,40	86		41,2	89
1937	18,68			197,4		
1938		8,50	55		99,0	50
1939	13,23			158,0		
1942		7,47	44		92,9	41
1946	19,25			212,5		
1949		13,55	30		161,2	24
1952	26,60			292,0		
1952–53		22,70	15		256,0	13
1956	49,70			521,0		
1957		39,00	24		420,0	20
1961	76,70			735,0		
1962		54,80	29		536,0	27
1966–68	108,4			995,0		
1970		69,30	36		631,0	37
początek 1972	100		—	900		—

Wykres 1., publikowany dzięki uprzejmości Standard & Poor's, pokazuje rynkowe wahania wskaźnika cen 425 przedsiębiorstw przemysłowych, od roku 1900 do 1970 (podobny wykres dla DJIA wyglądałby niemal identycznie). Czytelnik zauważy trzy, dość odmienne prawidłowości, z których każ-



Wykres 1.

da dotyczy mniej więcej jednej trzeciej analizowanego siedemdziesięciolecia. Pierwszy okres przypada na lata 1900–1924 i składa się, przede wszystkim, z serii dość podobnych cykli rynkowych, trwających od trzech do pięciu lat. Roczny wzrost wskaźnika w tym okresie wynosił, średnio, około 3%. Następnie przechodzimy do hossy „nowej ery", która osiągnęła kulminację w 1929 roku. Wkrótce jednak, nastąpiło straszne załamanie, a po nim nieregularne wahania aż do roku 1949. Jeśli porównać przeciętne poziomy z lat 1949 i 1924, stwierdzimy, że przeciętna roczna stopa wzrostu wynosiła zaledwie $1^1/_2$%. A zatem, społeczeństwo odnosiło się do akcji bez entuzjazmu. Jednak zadziałała tu reguła przeciwieństw: nadszedł czas, aby rozpoczęła się największa hossa w naszej historii, przypadająca na ostatnią, trzecią część wykresu. Osiągnęła punkt kulminacyjny w grudniu 1968 roku, kiedy to wskaźnik Standard & Poor's dla 425 przedsiębiorstw przemysłowych wyniósł 118 (a dla 500 papierów wartościowych – 108). Jak pokazuje Tabela 3.1., między rokiem 1949 a 1968 występowały dość poważne spadki (szczególnie w latach 1956–1957 i 1961–1962), ale późniejsze ożywienia były tak szybkie, że spadki te trzeba nazwać, zgodnie z od dawna przyjmowaną terminologią, raczej recesjami w jednolitym okresie hossy niż odrębnymi cyklami rynkowymi. W ciągu 17 lat, między minimum wskaźnika Dow na poziomie 162 w połowie 1949 roku a maksimum z początku 1966 roku, wynoszącym 995, widzimy ponad sześciokrotny wzrost. To oznacza średnią stopę łącznego wzrostu cen równą 11% w skali rocznej, nie licząc dywidend rzędu $3^1/_2$% rocznie (wzrost indeksu łącznego Standard and Poor's 500 był nieco wyższy niż DJIA i wyniósł odpowiednio od 14 do 96).

Zyski rzędu 14% i więcej z roku 1963 oraz z lat późniejszych, zostały udokumentowane w powszechnie dostępnych badaniach*.[2] Z jednej strony, te znakomite wyniki wywołały na Wall Street naturalne zadowolenie. Z drugiej, doprowadziły do zupełnie nielogicznego i niebezpiecznego przekonania, że w przyszłości akcje będą osiągać równie wspaniałe wyniki. Mało kto zwracał uwagę na to, że sam zakres tego wzrostu może sugerować, że był on nadmierny. Późniejszy spadek, od maksimum z roku 1968, do minimum z roku 1970, wyniósł 36% dla wskaźnika Standard & Poor's (a 37% dla DJIA). Był największy od czasów liczącego 44% spadku w latach 1939–1942, odzwierciedlającego zagrożenia i niepewność okresu po ataku na Pearl Harbor. Po minimum z maja 1970 roku nastąpiły, w spektakularny, charaktery-

* Ostateczny kształt wyników tych badań został zaprezentowany przez Lawrence'a Fishera i Jamesa H. Lorie w *Rates of Return on Investments in Common Stock: the Year-by-Year Rekord, 1926–1965* na łamach *Journal of Business*, tom XLI, nr 3, lipiec 1968, str. 291–316. Opis szerokiego oddziaływania ich wpływów znajdziesz na http://library.dfaus.com/reprints/work_of_art/.

styczny dla Wall Street sposób, potężne i szybkie wzrosty obu indeksów. Doprowadziły one z początkiem 1972 roku do ustanowienia przez wskaźnik Standard & Poor's dla przedsiębiorstw przemysłowych, nowego, historycznego maksimum. Roczne tempo wzrostu cen w latach 1949–1970 wyniosło przeciętnie około 9% dla wskaźnika łącznego S&P. Było to oczywiście znacznie więcej, niż w jakimkolwiek analogicznym okresie przed rokiem 1950 (jednak w ostatniej dekadzie tempo wzrostu było znacznie niższe – 5¼% dla indeksu łącznego S&P i dobrze kiedyś znane, zaledwie 3%, dla DJIA).

Aby pokazać pełen obraz tego, co przez 100 lat działo się w amerykańskiej gospodarce, dane na temat zmian cen trzeba uzupełnić o dane na temat zysków i dywidend. W Tabeli 3.2. przedstawiamy je w skrócie. Nie oczekujemy, że czytelnicy z uwagą przestudiują te informacje, ale mamy nadzieję, że dla niektórych będą one ciekawe i pouczające.

Skomentujemy je następująco. Dane za pełne dziesięciolecia, częściowo wygładzają wahania z poszczególnych lat, i prezentują ogólny obraz stałego wzrostu. Nie licząc pierwszego dziesięciolecia, tylko dwa inne przedstawiają spadek zysków i przeciętnych cen (1891–1900 i 1931–1940). Po 1900 roku nie było dziesięciolecia, w którym nastąpił spadek przeciętnych dywidend. Jednak we wszystkich trzech kategoriach, widzimy dość równomierne tempo. Generalnie, wyniki po drugiej wojnie światowej były lepsze niż wcześniejsze, ale wzrost w latach 60. był mniej wyrazisty niż w latach 50. Na podstawie tych danych, dzisiejszy inwestor nie może określić, jakiej procentowej poprawy dywidend i cen, w ciągu kolejnych 10 lat, powinien się spodziewać. Ale dane te zachęcają do konsekwentnej polityki inwestowania w akcje.

Tabela 3.2. Wyniki giełdy papierów wartościowych 1871–1970[a]

Okres	Średnia cena	Średnie zyski	Średni wskaźnik c/z	Średnia dywidenda	Średnia stopa rentowności (%)	Średnie wypłaty (%)	Roczna stopa wzrostu[b]	
							zyski (%)	dywidendy (%)
1871–1880	3,58	0,32	11,3	0,21	6,0	67	–	–
1881–1890	5,00	0,32	15,6	0,24	4,7	75	–0,64	–0,66
1891–1900	4,65	0,30	15,5	0,19	4,0	64	–1,04	–2,23
1901–1910	8,32	0,63	13,1	0,35	4,2	58	+6,91	+5,33
1911–1920	8,62	0,86	10,0	0,50	5,8	58	+3,85	+3,94
1921–1930	13,89	1,05	13,3	0,71	5,1	68	+2,84	+2,29
1931–1940	11,55	0,68	17,0	0,78	5,1	85	–2,15	–0,23
1941–1950	13,90	1,46	9,5	0,87	6,3	60	+10,60	+3,25
1951–1960	39,20	3,00	13,1	1,63	4,2	54	+6,74	+5,90
1961–1970	82,50	4,83	17,1	2,68	3,2	55	+5,80[c]	+5,40[c]
1954–1956	38,19	2,56	15,1	1,64	4,3	65	+2,40[d]	+7,80[d]
1961–1963	66,10	3,66	18,1	2,14	3,2	58	+5,15[d]	+4,42[d]
1968–1970	93,25	5,60	16,7	3,13	3,3	56	+6,30[d]	+5,60[d]

[a] Przedstawione dane opierają się głównie na liczbach zamieszczonych w artykule N. Molodovsky'ego, *Stock Values and Stock Prices, Financial Analysts Journal*, maj 1960. A te z kolei pochodzą z księgi Komisji Cowlesa *Common Stock Indexes* za okres sprzed 1926 roku oraz z danych ze Standard & Poor's 500 sprzed 1926.

[b] Roczne stopy wzrostu to kompilacje Molodovsky'ego obejmujące 21-letnie okresy począwszy od 1890, 1900 itd.

[c] Stopa wzrostu 1968–1970 a stopa wzrostu 1958–1960.

[d] Stopy wzrostu 1954–1956 a 1947–1949, 1961–1963 a 1954–1956 oraz 1968–1970 a 1958–1960.

Należy jednak zwrócić uwagę na pewien fakt, którego nie da się wyczytać z tabeli. Rok 1970 charakteryzował się zdecydowanym pogorszeniem ogólnej zyskowności spółek. Stopa rentowności zainwestowanego kapitału, spadła do poziomu najniższego po drugiej wojnie światowej. Uderza również to, że sporo firm wykazało w tym roku stratę netto, wiele odnotowało „kłopoty finansowe" i po raz pierwszy od trzech dziesięcioleci, doszło do kilku poważnych bankructw. Te i inne fakty potwierdzają opinię*, że w latach 1969–1970 nastąpił koniec wielkiej ery hossy.

W Tabeli 3.2. widać zmianę wskaźników cena/zysk, jaka nastąpiła od czasów drugiej wojny światowej**. W czerwcu 1949 roku, indeks łączny S&P wskazywał, że akcje sprzedają się po cenie zaledwie 6,3 razy przekraczającej zyski danej spółki, za minionych 12 miesięcy. W marcu 1961 roku, wskaźnik ten wynosił 22,9. Podobnie zysk z dywidendy dla spółek uwzględnianych przez indeks S&P spadł z ponad 7% w roku 1949 do tylko 3% w roku 1961. Różnice te uwydatniają się tym bardziej, że oprocentowanie najlepszych obligacji wzrosło w tym czasie z 2,6% do 4,5%. Świadczy to dobitnie, o największej w dziejach, zmianie podejścia społeczeństwa do giełdy.

Ludzie doświadczeni i ostrożni zdają sobie jednak sprawę, że przejście od jednego ekstremum do drugiego, jest poważnym sygnałem ostrzegającym o kłopotach. Nie potrafią bez lęku myśleć o hossie z lat 1926–1929 i jej tragicznych następstwach. Jednak wydarzenia, które potem nastąpiły, nie potwierdziły tych obaw. Owszem, ceny spółek DJIA na zamknięciu w roku 1972 były takie same jak sześć i pół roku wcześniej, a ogłaszany wszem

* Patrz str. 57–59.

** Wskaźnik „cena/zysk" albo uśrednienia z giełdy takie jak indeks S&P 500 to proste instrumenty do pomiaru temperatury giełdowej. Jeśli na przykład w minionym roku firma zarobiła jednego dolara na akcję dochodu netto, a jej akcje sprzedawały się po 8,93 dolarów, to wskaźnik cena/zysk wyniósł 8,93. A jeśli akcje kosztują 69,70 dolarów, to wskaźnik cena/zysk wynosi 69,7. Generalnie wskaźnik cena/zysk (c/z) poniżej 10 uchodzi za niski, pomiędzy 10 a 20 za umiarkowany, a powyżej 20 za wysoki (więcej o c/z na str. 160).

i wobec „wzlot lat 60." okazał się przede wszystkim wędrówką w górę i w dół, po pagórkowatym terenie. Jednak ani z gospodarką, ani z cenami akcji nie stało się nic porównywalnego z bessą i depresją lat 1929–1932.

Poziom rynku na początku 1972 roku

Spróbujmy, na podstawie stuletniego zarysu zachowań cen akcji, zysków i dywidend, wyciągnąć wnioski na temat obecnego poziomu indeksów rynkowych – 900 dla DJIA i 100 dla złożonego S&P w styczniu 1972 roku.

W poprzednich wydaniach omawialiśmy rynek na poziomie, jaki osiągał w chwili opisywania go, usiłując odpowiedzieć na pytanie, czy nie jest zbyt wysoki dla inwestora konserwatywnego. Przyjrzenie się konkluzjom, do których wtedy doszliśmy, może być pouczające. I nie chodzi tu tylko o to, że chcemy posypywać sobie głowę popiołem. Zamierzamy raczej dostarczyć czytelnikowi czegoś w rodzaju tkanki łącznej, która wiąże różne etapy rozwoju giełdy w minionych 20 latach, i przedstawić rzeczywisty obraz trudności, jakie napotyka każdy, kto stara się sformułować kompetentną i krytyczną ocenę aktualnego poziomu rynku. Zacznijmy od powtórzenia streszczenia analiz, dotyczących lat 1948, 1953 i 1959, które przedstawiliśmy w wydaniu z roku 1965:

> W roku 1948 przyłożyliśmy konserwatywne standardy do poziomu wskaźnika Dow Jones równego 180, i łatwo wyciągnęliśmy wniosek, że „nie jest on zbyt wysoki w stosunku do wartości księgowych". Kiedy podejmowaliśmy ten sam problem w roku 1953, roczny poziom rynku sięgał średnio 275, co oznaczało wzrost o ponad 50% w ciągu pięciu lat. Postawiliśmy sobie to samo pytanie: „Czy naszym zdaniem wskaźnik spółek przemysłowych Dow Jones na poziomie 275 jest zbyt wysoki, aby bezpiecznie inwestować?". W świetle późniejszego, spektakularnego wzrostu, dość dziwne może się wydać wyznanie, że sformułowanie stanowczych wniosków na temat atrakcyjności cen z roku 1953, nie było dla nas łatwe. Dość jasno stwierdziliśmy, że: „Z punktu widzenia wskaźników wartości – stanowiących naszą główną wskazówkę inwestycyjną – konkluzja w sprawie cen akcji z roku 1953 musi być dla nich korzystna". Niepokoił nas natomiast fakt, że w roku 1953 średnie wartości miały za sobą dłuższy okres wzrostu niż w większości minionych okresów hossy, a ich absolutny poziom był najwyższy w historii giełdy. Zestawiając te dane z naszą pozytywną oceną, radziliśmy stosowanie polityki kompromisu i ostrożności. Rada ta okazała się niezbyt błyskotliwa. Dobry prognostyk przewidziałby, że w ciągu następnych pięciu lat poziom rynku wzrośnie o dalsze 100%. Na naszą obronę możemy powiedzieć tyle, że tylko nieliczni analitycy zajmujący się profesjonalnym, w odróżnieniu od nas, prognozowaniem zmian cen, przewidzieli trochę lepszą przyszłość.

Na początku 1959 roku wskaźnik DJIA osiągnął nowe, historyczne maksimum – 584. Nasze obszerne analizy, prowadzone ze wszystkich możliwych punktów widzenia, można streścić w następujących zdaniach (od str. 59 w wydaniu z 1959 roku): „Reasumując, czujemy się zmuszeni do wysunięcia wniosku, że aktualny poziom cen akcji jest niebezpieczny. Zagrożenie wynika już z samego, o wiele za wysokiego, poziomu cen. Ale nawet gdyby było inaczej, to rynek osiągnął tak ogromną bezwładność, że nieuchronnie wzniesie ceny na nieuzasadnione wyżyny. Prawdę mówiąc, nie potrafimy wyobrazić sobie w przyszłości rynku, na którym nigdy nie dochodziłoby do poważnych strat, a każdy nowicjusz miałby zagwarantowane wielkie zyski z zakupionych akcji".

Rozwój wypadków uzasadnił naszą przestrogę z 1959 roku nieco dobitniej, niż podobne ostrzeżenia z 1954 roku. Daleko tu jednak do pełnego potwierdzenia. Wskaźnik DJIA rósł aż do 685 w roku 1961, a następnie, w tym samym roku, spadł nieco poniżej obecnego poziomu 584 (do 566). Później, do końca 1961 znów rósł do 735 i wreszcie, w maju 1962 roku – niemal w panice – spadł do 536, co oznaczało stratę 27% w krótkim okresie sześciu miesięcy. W tym samym czasie, znacznie poważniejszego uszczerbku doznały najpopularniejsze „akcje wzrostowe", czego przykładem jest uderzający spadek bezdyskusyjnego lidera, International Business Machines (IBM), od maksimum 607 w grudniu 1961 roku, do minimum 300 w czerwcu 1962 roku.

W tym okresie nastąpił spadek akcji mnóstwa nowo wprowadzonych na giełdę małych przedsiębiorstw, tzw. „gorących walorów", które oferowano po śmiesznie wysokich cenach. Następnie, na skutek nadmiernej spekulacji, wypchnięto je na jeszcze wyższe, zupełnie szalone poziomy. Wiele z tych akcji, w ciągu zaledwie kilku miesięcy, straciło w notowaniach 90% i więcej.

Załamanie z pierwszej połowy 1962 roku było niepokojące, jeśli nie katastrofalne, dla wielu świadomych spekulantów i być może dla wielu mniej rozsądnych spośród tych, którzy określają się mianem inwestorów. Ale w drugiej połowie tego roku, nastąpił równie niespodziewany przez finansistów zwrot. Średnie giełdowe znów zaczęły rosnąć, co dało następującą sekwencję:

	DJIA	Standard & Poor's 500
Grudzień 1961	735	72,64
Czerwiec 1962	536	52,32
Listopad 1964	892	86,28

Ożywienie i nowa wspinaczka cen akcji, były naprawdę godne uwagi i doprowadziły do zmiany nastrojów na Wall Street. Przy niskim poziomie z czerwca 1962 roku, dominowały prognozy bessy, ale po częściowym ożywieniu na koniec tego roku, przewidywania były różne, z przewagą sceptycznych. Jednak na początku 1964 roku znów doszedł do głosu naturalny optymizm firm maklerskich. Niemal wszyscy prognozowali hossę i nastrój ten utrzymał się przez cały okres wzrostu roku 1964.

Następnie, podjęliśmy się oceny poziomu rynku w listopadzie 1964 roku (indeks DJIA wynosił wtedy 892). Po kompetentnym omówieniu go z różnych punktów widzenia, sformułowaliśmy trzy główne konkluzje. Pierwsza głosiła, że „do wycen nie można zastosować starych standardów, natomiast nowe jeszcze nie zostały poddane próbie czasu". Druga, że „inwestor musi opierać swą politykę na założeniu, iż istnieje poważna niepewność. Skrajna ewentualność to dalszy trwały wzrost poziomu rynku – o, powiedzmy, 50%, czyli dla DJIA 1350, inna to niespodziewane załamanie podobnej wielkości, zaniżające DJIA do wyniku na przykład 450". Trzecia konkluzja brzmiała bardziej definitywnie. Pisaliśmy, że „mówiąc wprost – jeśli poziom cen z roku 1964 nie jest zbyt wysoki, to czy można powiedzieć, że jakikolwiek poziom cen byłby zbyt wysoki?". A tak wglądało zakończenie rozdziału:

W JAKIM PODĄŻAĆ KIERUNKU?

Inwestorzy nie powinni zakładać, że poziom rynku z roku 1964 jest niebezpieczny tylko dlatego, że tak przeczytali w tej książce. Powinni zestawić nasze wywody z przeciwnymi argumentami, które można usłyszeć od bardziej kompetentnych i doświadczonych ludzi z Wall Street. Ostatecznie, każdy sam podejmuje decyzję i bierze za nią odpowiedzialność. Sugerujemy jednak, aby inwestor, który ma wątpliwości w jakim iść kierunku, wybrał ścieżkę ostrożności. Przedstawione w książce zasady inwestowania, nawołują do przyjęcia, w sytuacji z 1964 roku, następujących posunięć (od najważniejszych do mniej ważnych):

1. Nie pożyczać na zakup albo trzymanie papierów wartościowych.
2. Nie zwiększać udziału kapitału lokowanego w akcje.
3. W razie potrzeby ograniczać udział akcji w portfelu do poziomu maksimum 50%. Bez wahania płacić podatki od zysków kapitałowych i nadal inwestować w najlepsze obligacje lub lokować pieniądze na kontach oszczędnościowych.

Dla inwestorów, którzy od pewnego czasu w dobrej wierze realizują plany uśredniania kosztów pieniężnych (dollar-cost averaging plan), logiczna będzie decyzja o kontynuowaniu okresowych zakupów lub o zawieszeniu ich do czasu, aż nabiorą przekonania, że ceny rynkowe stały się bezpieczne. Dość stanowczo odradzamy podejmowanie planu „uśredniania ceny nabycia" przy poziomie rynku z końca 1964 roku, ponieważ wielu inwestorom zabraknie wytrwałości, gdy po pewnym czasie wyniki okażą się bardzo niekorzystne.

Tym razem możemy powiedzieć, że potwierdziła się nasza przestroga. Wskaźnik DJIA wzrósł jeszcze o 11% – do 995, ale później spadał nieregularnie do 632, czyli do minimum z roku 1970, aby zakończyć ten rok na poziomie 839. Ceny „gorących walorów" spadały równie katastrofalnie, nawet o 90% jak w latach 1961–1962. Ponadto, jak wspominaliśmy we wstępie, zmieniła się ogólna sytuacja finansowa – mniej entuzjazmu, więcej wątpliwości. Najlepszym podsumowaniem tego okresu historii jest następujący fakt – poziom zamknięcia DJIA za rok 1970 był niższy niż sześć lat wcześniej, coś podobnego wydarzyło się po raz pierwszy od 1944 roku.

Tak oto dawniej próbowaliśmy oceniać poziom cen giełdowych. Czy my, i nasi czytelnicy, możemy z tego wyciągnąć jakąś naukę? W latach 1948 i 1953 uważaliśmy poziom cen giełdowych za korzystny dla inwestycji (chociaż w 1953 roku z pewnymi zastrzeżeniami), w 1959 roku za „groźny" (DJIA równy 584), a w roku 1964 za „zbyt wysoki" (892). Za pomocą zgrabnych argumentów można by bronić tych stwierdzeń nawet dzisiaj. Wątpliwe jednak, aby były one równie przydatne, jak nasze bardziej przyziemne rady, zalecające z jednej strony konsekwentną i utrzymywaną w ryzach politykę inwestowania w akcje, z drugiej zaś, zniechęcające do prób „pobicia rynku" czy „wyszukiwania zwycięzców".

Tym niemniej jednak uważamy, że ponowne przeanalizowanie poziomu cen akcji, tym razem z końca roku 1971, może przynieść czytelnikom pewną korzyść. Gdyby nawet to, co mamy do powiedzenia, okazało się bardziej ciekawe niż przydatne i było raczej sugestią niż konkluzją. Na początku *Etyki nikomachejskiej* Arystotelesa znajdujemy znakomity cytat: „Jest bowiem cechą człowieka wykształconego żądać w każdej dziedzinie ścisłości w tej mierze, w jakiej na to pozwala natura przedmiotu; bo na jedno wychodzi przyjmowanie od matematyka wywodów, które posiadają charakter prawdopodobieństwa, i żądanie ścisłych dowodów od mówcy" (tłum. Daniela Gromska, PWN 2002). Praca analityka finansowego znajduje się gdzieś w połowie drogi między pracą matematyka i mówcy.

W różnych okresach 1971 roku, indeks DJIA przyjmował poziom z listopada 1964 (892), który rozpatrywaliśmy w poprzednim wydaniu naszej książki. Ale w obecnej analizie statystycznej, postanowiliśmy posłużyć się poziomem cen i pokrewnymi danymi z indeksu łącznego Standard & Poor's. Jest on bardziej wyczerpujący i reprezentatywny dla ogólnego stanu rynku, niż indeks DJIA, który obejmuje jedynie 30 akcji. Skoncentrujemy się na porównaniu tych danych, dla czterech dat bliskich poprzednim wydaniom naszej książki – na koniec lat 1948, 1953, 1958 i 1963 plus rok 1968. Dla bieżącego poziomu cen przyjmiemy wygodną liczbę 100, odnotowaną kilkakrotnie w roku 1971 i na początku 1972. Te ważne dane zostały przedstawione w Tabeli 3.3. Jeśli chodzi o zyski spółek, podajemy zarówno dane z ostatniego roku, jak i średnią z trzech lat kalendarzowych; dla dywidend z roku

Tabela 3.3. Dane w odniesieniu do indeksu Standard & Poor's w różnych latach

Rok[a]	1948	1953	1958	1963	1968	1971
Cena zamknięcia	15,20	24,81	55,21	75,02	103,90	100,00[d]
Zysk w danym roku	2,24	2,51	2,89	4,02	5,76	5,23
Średnie zyski z ostatnich 3 lat	1,65	2,44	2,22	3,63	5,37	5,53
Dywidenda w danym roku	0,93	1,48	1,75	2,28	2,99	3,10
Wysokooprocentowana obligacja[b]	2,77%	3,08%	4,12%	4,36%	6,51%	7,57%
Indeks cen hurtowych	87,90	92,70	100,40	105,00	108,70	114,30
Wskaźniki:						
Cena/zysk w ostatnim roku	6,30×	9,9×	18,40×	18,6×	18,00×	19,20×
Cena/zysk z trzech lat	9,20×	10,2×	17,60×	20,7×	19,50×	18,10×
Trzyletnia stopa zysku[c]	10,9%	9,8%	5,8%	4,80%	5,15%	5,53%
Stopa dywidendy	5,6%	5,5%	3,3%	3,04%	2,87%	3,11%
Stopa zwrotu akcji/stopa rentowności obligacji	3,96×	3,2×	1,41×	1,1×	0,80×	0,72×
Stopa dywidendy/stopa rentowności obligacji	2,10×	1,8×	0,80×	0,7×	0,44×	0,41×
Zysk /wartość księgowa[e]	11,2%	11,8%	12,8%	10,50%	11,50%	11,50%

[a] zyskowność obligacji wycenionych przez S&P na AAA.
[b] Lata kalendarzowe 1948–1968 plus rok kończący się w czerwcu 1971.
[c] „Procent zysku" oznacza zyski podzielone przez cenę, w procentach.
[d] Cena w październiku 1971, równowartość 900 DJIA.
[e] Średnia z trzech lat.

1971 podajemy dane za ostatnie 12 miesięcy, a dla rentowności obligacji oraz cen hurtowych w roku 1971, wartości z sierpnia tego roku.

Wskaźnik cena/zysk za trzy lata, był w październiku 1971 roku niższy niż na koniec lat 1963 i 1968. Oscylował mniej więcej na tym samym poziomie co w roku 1958, znacznie jednak przewyższając wartości z pierwszych lat długiej hossy. Ale wskaźnik ten, choć ważny sam w sobie, nie świadczył jeszcze, że w styczniu 1972 roku poziom rynku był szczególnie wysoki. Jednocześnie, po uwzględnieniu rentowności najlepszych obligacji, wnioski stają się mniej korzystne. Czytelnik odczyta z naszej tablicy, że stosunek stopy zysku dla akcji (wskaźnik zysków do ceny) do rentowności obligacji, pogarszał się w ciągu całego analizowanego okresu, dlatego w styczniu 1972 roku był najmniej korzystny dla akcji. Kiedy porównamy stopy dywidendy z rentownością obligacji, przekonamy się, że w latach 1948–1972 relacja między nimi uległa całkowitemu odwróceniu. Najpierw akcje przynosiły niemal dwa razy tyle co obligacje, ale obecnie to obligacje przynoszą dwa razy tyle (a nawet więcej) niż akcje.

Powiedzmy wreszcie, że zmiana stosunku rentowności z obligacji do rentowności z akcji, w pełni równoważy lepszy wskaźnik ceny do zysku (za trzy lata) z końca 1971 roku. Uważamy zatem, że poziom rynku z początku

1972 roku będzie podobny jak siedem lat temu – tzn. będzie nieatrakcyjny z punktu widzenia konserwatywnych inwestycji (to samo dotyczy większości wartości DJIA z 1971 roku, między na przykład 800 a 950).

Z perspektywy historycznych wahań giełdowych, rok 1971 jawi się jako okres niepewnego ożywienia, po przykrych spadkach z lat 1969–1970. Dawniej, podobne ożywienie oznaczało nowy etap powracającej i trwałej hossy, zapoczątkowanej w roku 1949 (tego też spodziewano się w 1971 roku na Wall Street). Po nieprzyjemnych doświadczeniach publicznych nabywców słabych emisji akcji w okresie 1968–1970, dziś (w 1971 roku) jest zbyt wcześnie na emisję nowych papierów. Dlatego też nie ma żadnego jednoznacznego sygnału o nadciągającym niebezpieczeństwie. Podobnie, jak przy wskaźniku DJIA na poziomie 892 w listopadzie 1964 roku, co omawialiśmy w poprzednim wydaniu. Zatem, przed kolejnymi spadkami albo załamaniami, teoretycznie można spodziewać się sporego wzrostu i przekroczenia poziomu 900 przez indeks DJIA. Nie możemy jednak na tym poprzestać, choć być może, tak właśnie powinniśmy zrobić. Lekceważenie poważnych doświadczeń sprzed niespełna 12 miesięcy, co obserwujemy na początku 1971 roku, jest sygnałem niepokojącym. Czy taka nonszalancja może ujść bezkarnie? Naszym zdaniem, inwestor musi być przygotowany na trudne czasy, na przykład w postaci szybkiej powtórki spadku z lat 1969–1970, a być może w formie kolejnej hossy, po której nastąpi katastrofalne załamanie.[3]

W jakim iść kierunku?

Wróćmy do tego, co powiedzieliśmy w poprzednim wydaniu, a tutaj powtórzyliśmy na stronie 78. Na początku 1972 roku nasze poglądy na poziom cen na DJIA (powiedzmy, 900) są takie same jak pod koniec 1964 roku.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 3

Jeśli nie wiesz, dokąd zmierzasz, musisz być ostrożny, bo możesz tam nie dotrzeć.

Yogi Berra

Złudzenie hosssy

W tym rozdziale Benjamin Graham pokazał, że potrafi dobrze prognozować. Umiał spojrzeć dwa lata naprzód i przewidzieć „katastrofalną" bessę z lat 1973–1974, kiedy to akcje amerykańskich spółek straciły na wartości o 37%*. Spogląda 20 lat naprzód, podważając logikę myślenia giełdowych guru i bestsellerowych książek, które w tamtych czasach nawet nie pojawiły się jeszcze na horyzoncie.

Z kluczowego argumentu Grahama wynika, że inteligentny inwestor nigdy nie prognozuje przyszłości wyłącznie w oparciu o przeszłość. Niestety, w latach 90. taki błąd popełnia jeden spec po drugim. Po *Stocks for the Long Run* (1994 rok) autorstwa profesora finansów Jeremy'ego Siegela, posypała się lawina bzdurnych książek, której kulminacją było w 1999 roku wydanie *Dow 36 000* Jamesa Glassmana i Kevina Hassetta, *Dow 40 000* Davida Eliasa i *Dow 100 000* Charlesa Kadleca. Prognozowali oni, że od 1802 roku, po inflacji średni roczny wzrost cen akcji wracał do 7%. Na tej podstawie wysuwali wniosek, że tego samego inwestorzy powinni spodziewać się w przyszłości.

Niektórzy posuwali się nawet dalej. Ich zdaniem, akcje są bezpieczniejsze nie tylko od obligacji, ale nawet od lokat bankowych, ponieważ w okresie przynajmniej trzydziestoletnim, zawsze przewyższały obligacje. A jeśli ryzyko można całkowicie wyeliminować zwykłym trzymaniem akcji przez długi czas, po co tak wiele rozprawiać nad tym, po ile je kupić? (Odpowiedzi na to pytanie szukaj w ramce ze strony 84).

* Jeśli nie doliczać dywidend, ceny akcji spadły o 47,8%.

W 1999 i na początku 2000 roku bzdury na temat hossy można było spotkać na każdym kroku.

- 7 października 1999 roku menedżer portfela funduszu powierniczego Firsthand, Kevin Landis, wystąpił w CNN w programie *Moneyline*. Na pytanie, czy akcje spółek telekomunikacji bezprzewodowej mają zawyżone ceny, i czy ciągły obrót nimi będzie podwyższał ich rentowność w nieskończoność, odpowiedział: „To nie żadna mania. Spójrzcie na ogólny wzrost. Bezwzględny wzrost cen jest wysoki".
- 18 stycznia 2000 roku Robert Froelich, główny strateg inwestycyjny Kemper Funds, oznajmił na łamach *Wall Street Journal*: „Oto nowy porządek świata. Widzimy, jak ludzie lekceważą dobre firmy z dobrymi ludźmi i dobrą wizją, ponieważ ceny ich akcji są zbyt wysokie. To największy błąd, jaki może popełnić inwestor".
- 10 kwietnia 2000 roku w *BusinessWeek* Jeffrey M. Applegate, wówczas główny strateg inwestycyjny Lehman Brothers, pytał retorycznie: „Czy dzisiaj giełda jest bardziej ryzykowna niż dwa lata temu, tylko dlatego, że ceny są wyższe? Odpowiedź brzmi: nie".

A jednak odpowiedź brzmi: tak. Tak było i tak będzie zawsze.

I gdy Graham pytał, „Czy taka nonszalancja ujdzie bezkarnie?", doskonale wiedział, że odpowiedź zawsze będzie brzmiała „nie". Giełda, niczym rozgniewane bóstwo, niszczy każdego, kto uwierzy, że wysokie zyski końca lat 90. stały się nowym świętym prawem. Spójrzmy, do jakiego stopnia sprawdziły się przepowiednie Landisa, Froelicha i Applegate'a:

- Od 2000 do 2002 roku akcje najbardziej stabilnej z hołubionych przez Landisa spółek telefonii bezprzewodowej, Nokii, straciły na wartości tylko 67%. Ale na przykład Winstar Communications aż 99,9%.
- Ulubione akcje Froelicha – Cisco Systems i Motoroli, do końca 2002 roku spadły o ponad 70%. Tylko na Cisco inwestorzy stracili 400 mld dolarów, czyli więcej niż wynoszą roczne wyniki gospodarcze Hongkongu, Izraela, Kuwejtu i Singapuru razem wzięte.
- W kwietniu 2000 roku, gdy Applegate zadawał swoje retoryczne pytanie, wskaźnik DJIA wynosił 11 187, a NASDAQ 4446. Pod koniec 2002 roku Dow oscylował wokół 8300, a NASDAQ 1300, tracąc wszystkie zyski osiągnięte w poprzednich sześciu latach.

Przetrwają najsilniejsi

Argument, że w dłuższej perspektywie akcje „zawsze" będą lepsze od obligacji, ma poważną wadę: nie istnieją wiarygodne dane sprzed 1871 roku. Indeksy opisujące wcześniejsze zyski z amerykańskiej giełdy, opierały się na siedmiu akcjach[1]. A przecież w 1800 roku istniało w Ameryce około 300 firm, wiele z nich było odpowiednikami spółek internetowych w czasach Jeffersona i zajmowały się budową dróg oraz kanałów. Większość zbankrutowała, a inwestorzy poszli z torbami.

Ale indeksy giełdowe ignorowały wszystkie przedsiębiorstwa, które w tamtych latach robiły klapę. Problem, znany jest pod techniczna nazwą „spaczenie na tych, co przetrwali". Dlatego indeksy te zbyt optymistycznie prezentowały wyniki, osiągane przez inwestorów w rzeczywistości. A sami inwestorzy nie mieli na czym się oprzeć, dokonując wyboru między siedmioma akcjami. Od lat 90. XVIII wieku przetrwało niewiele firm, w tym Bank of New York i J.P. Morgan Chase. Ale na każdą z tych, którym udało się przetrwać, przypadały tysiące finansowych katastrof, na przykład Dismal Swamp Canal Co., Pennsylvania Cultivation of Vines Co. oraz Snickers's Gap Turnpike Co. – żadna z nich nie była notowana na „historycznych" indeksach giełdowych.

Dane Jeremy'ego Siegela pokazują, że od 1802 do 1870 roku akcje zyskiwały, po uwzględnieniu inflacji, 7% rocznie, obligacje 4,8%, a gotówka 5,1%. Jednak Elroy Dimson i jego koledzy z London Business School szacują, że rentowność akcji przed 1871 roku jest zawyżana, co najmniej o dwa punkty procentowe w skali roku.[2]

[1] W latach 40. poszerzono te indeksy do maksimum siedmiu spółek finansowych i 27 kolejowych, ale nadal była to absurdalnie niepełna reprezentacja młodej, szybko rozwijającej się amerykańskiej giełdy papierów wartościowych.

[2] Patrz: Jason Zweig, *New Cause for Caution on Stocks,Time*, 6 maja 2002 rok, str. 71. Jak Graham wspomina na str. 70, jeszcze w latach 1871–1920 indeksy giełdowe cierpiały na „spaczenie tych, co przetrwali" z powodu setek motoryzacyjnych, lotniczych, radiowych spółek, które znikały bez śladu. Ich zyskowność również jest prawdopodobnie przesadzona od jednego do dwóch punktów procentowych.

Wyżej wejdziesz, dłużej spadasz

Benjamin Graham sugeruje, że inteligentny inwestor, aby bronić się przed złudzeniem hossy, zadawał sobie proste, sceptyczne pytania. Dlaczego w przyszłości rentowność akcji ma być tak samo dobra jak w przeszłości?

Dlaczego każdy inwestor dochodzi do wniosku, że w dalszej perspektywie akcje gwarantują mu zarobek i nie bierze pod uwagę, że dojdzie do znacznej przeceny? A skoro tak, to jakim cudem zyski z akcji mają być wysokie?

Odpowiedzi Grahama, jak zwykle, opierają się na logice i zdrowym rozsądku. Wartość każdej inwestycji jest – i musi być – funkcją wyłożonych na nią pieniędzy. Pod koniec lat 90. XX wieku, inflacja była znikoma, wydawało się, że zyski firm rosną w szalonym tempie, a w większej części świata panował pokój. Ale to nie oznaczało, i nigdy nie oznacza, że można kupować akcje za *każdą cenę*. Ponieważ przedsiębiorstwa nie są w stanie osiągać nieograniczonych zysków, również cena akcji, którą inwestorzy gotowi są zapłacić, nie może rosnąć w nieskończoność.

Pomyślmy w ten sposób: być może Michael Jordan jest najwspanialszym koszykarzem wszechczasów i przyciąga kibiców na stadion w Chicago niczym ogromny elektromagnes. Klub Chicago Bulls zrobił dobry interes, płacąc Jordanowi 34 mln dolarów rocznie za ganianie piłki po drewnianym parkiecie. Ale nie oznacza to, że klubowi opłacałoby się zapłacenie mu 340 mln, 3,4 mld lub 34 mld.

Granice optymizmu

Graham ostrzega, że skoncentrowanie się tylko na niedawnych zyskach, które są imponujące, prowadzi do „całkiem nielogicznego i niebezpiecznego przekonania, że w przyszłości akcje będą osiągać równie wspaniałe wyniki". W latach 1995–1999, gdy ceny giełdowe rosły co najmniej o 20% rocznie – zjawisko bezprecedensowe w dziejach Ameryki – inwestorów przepełniał jeszcze większy optymizm.

- W połowie 1998 roku, w badaniach Gallupa na zlecenie firmy maklerskiej PaineWebber, inwestorzy liczyli, że w kolejnym roku ich portfele zarobią średnio 13%. Na początku 2000 roku średni spodziewany zysk podskoczył do ponad 18%.
- „Wykwalifikowani profesjonaliści" również dali się zwieść i zaczęli mówić bzdury na temat zakładanych na przyszłość zysków. Na przykład w 2001 roku, firma SBC Communications, podniosła projektowane zyski z planu emerytalnego z 8,5% do 9,5%. W 2002 roku, średnia zakładana stopa rentowności planów emerytalnych, opartych o spółki z indeksu Standard and Poors's 500, rozrosła się do rekordowych 9,2%.

Spadek, do którego wkrótce doszło, doprowadził do nagłego zmniejszenia optymizmu:

- Instytut Gallupa obliczył, że w latach 2001–2002 spodziewane zyski roczne akcji spadły do 7%, chociaż inwestorzy mogli kupować po cenach niemal o 50% niższych niż w 2002 roku.*
- Zgodnie z niedawnymi wyliczeniami Wall Street, ten nadmiar optymizmu w kwestii zyskowności planów emerytalnych w latach 2002–2004, kosztował firmy z S&P 500, co najmniej 32 mld dolarów.

Chociaż wszyscy inwestorzy wiedzą o tym, że trzeba kupować tanio i sprzedawać drogo, często w praktyce postępują odwrotnie. W tym rozdziale Graham wprost ostrzega: „działa reguła przeciwieństwy" – im bardziej entuzjastycznie inwestorzy podchodzą do długiej perspektywy zachowań cen akcji, tym większa pewność, że mylą się w szacunkach mniej perspektywicznych. 24 marca 2000 roku łączna wartość amerykańskich akcji giełdowych osiągnęła rekord 14,75 tryliona dolarów. Zaledwie 30 miesięcy później, 9 października 2002 roku, suma ta wynosiła 7,34 tryliona dolarów czyli o 50,2% mniej, a zatem strata osiągnęła 7,41 tryliona dolarów. Wtedy wielu giełdowych specjalistów ogłosiło bessę i prognozowało zerowe, a nawet ujemne zyski z akcji przez najbliższe lata lub dziesięciolecia.

W tym momencie Graham zadałby jedno proste pytanie: „Biorąc pod uwagę fakt, że gdy poprzednim razem «eksperci» byli co do czegoś zgodni i sromotnie się pomylili, to dlaczego, u licha, inteligentny inwestor miałby im wierzyć teraz?".

I co dalej?

Lepiej zapomnijmy o szumie informacyjnym i spróbujmy zastanowić się nad przyszłymi zyskami tak, jak zastanawiałby się Benjamin Graham. Zachowanie akcji giełdowych zależy od trzech czynników:

- rzeczywistego wzrostu (wzrostu zysków i dywidend w spółkach),
- wzrostu inflacyjnego (ogólnego wzrostu cen w całej gospodarce),
- wzrostu (lub spadku) spekulacyjnego (wzrostu i spadku zależnego od społecznego popytu na akcje).

* Oczywiście nie oznacza to, że spodziewane 7% zysków zostało osiągniętych.

W dłuższym czasie, roczny wzrost zysków firm w przeliczeniu na akcję, wynosił średnio 1,5% do 2% (bez uwzględnienia inflacji)*. Na początku 2003 roku inflacja oscylowała wokół 2,4% rocznie, a średnia dywidenda wynosiła 1,9%. A zatem:

1,5% do 2%
+2,4%
+1,9%
= 5,8% do 6,3%

Oznacza to, że w dłuższym czasie można było spodziewać się z akcji średnio około 6% zysku (4% po uwzględnieniu inflacji). Gdyby inwestorzy znów stali się chciwi, i znów zaczęli brać akcje pod uwagę, to chwilowa gorączka spekulacyjna wywindowałaby zyski jeszcze wyżej. Ale jeśli inwestorzy byliby zastraszeni, jak w latach 30. albo 70., zyski spadłyby (tak działo się w 2003 roku).

Profesor finansów z Uniwersytetu Yale, Robert Shiller, twierdzi, że do przyjęcia metody wyceny inspirował go Graham. Shiller porównuje aktualne ceny z indeksu Standard and Poor's 500, ze średnimi zyskami spółek w ostatnich 10 latach (po uwzględnieniu inflacji). W oparciu o te historyczne dane, wskaźnik Shillera pokazuje, że po osiągnięciu wartości 20, rentowność akcji spółek giełdowych spada. Natomiast, jeśli wskaźnik schodzi poniżej 10, zwykle akcje przynoszą przyzwoite zyski. Na początku 2003 roku, zgodnie z wyliczeniami Shillera, akcje były wycenione 22,8 razy powyżej średnich zysków (pomniejszonych o inflację) z minionego dziesięciolecia. A zatem nadal znajdowały się w niebezpiecznej strefie, ale znacznie spadły od grudnia 1999 roku, kiedy to plasowały się na poziomie 44,2.

W jaki sposób giełda zachowywała się dawniej, gdy ceny osiągały poziomy podobne do obecnych? Tabela 3.1. pokazuje minione okresy, w których ceny akcji były podobne, a także, w jaki sposób zachowywały się przez kolejnych 10 lat.

A zatem, na podstawie historycznych wycen, podobnych do tych z 2003 roku, można stwierdzić, że w kolejnych 10 latach ceny akcji miewały się czasami dobrze, czasami źle, a przez resztę czasu niejednoznacznie. Moim zdaniem, zawsze konserwatywny Graham, uśredniłby minimalne i maksymalne zyski z przeszłości, i prognozował na najbliższe 10 lat, że akcje będą za-

* Patrz: Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run* (McGraw-Hill, 2002), str. 94, oraz Robert Arnott i William Bernstein, *The Two Percent Dilution*, lipiec 2002.

Ilustracja 3.1.

Rok	Wskaźnik cena/zysk	Całkowita stopa zwrotu w kolejnych 10 latach
1898	21,4	9,2
1900	20,7	7,1
1901	21,7	5,9
1905	19,6	5,0
1929	22,0	–0,1
1936	21,1	4,4
1955	18,9	11,1
1959	18,6	7,8
1961	22,0	7,1
1962	18,6	9,9
1963	21,0	6,0
1964	22,8	1,2
1965	23,7	3,3
1966	19,7	6,6
1967	21,8	3,6
1968	22,3	3,2
1972	18,6	6,7
1992	20,4	9,3
Średnia	20,8	6,0

Źródła: http://aida.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.htm;
Jack Wilson i Charles Jones, *An Analysis of the S&P 500 Index and Cowles Extensions: Price Index and Stock Returns, 1870–1999, The Journal of Business*, tom. 75, nr 3, lipiec 2002, str. 527–529; Ibbotson Associates.

Uwaga: Wskaźniki cena zysk z wyliczeń Shillera (średnia z realnych zysków w ostatnich 10 latach spółek S&P 500 podzielona przez wartość indeksu 31 grudnia). Suma zysku to nominalna średnia roczna.

rabiać około 6% rocznie, czyli 4% po uwzględnieniu inflacji (co ciekawe, taka prognoza pasuje do szacunków, które otrzymaliśmy wcześniej, z zestawienia realnego wzrostu, wzrostu inflacji i wzrostu spekulacyjnego). W porównaniu do lat 90. XX wieku, 6% to ogromna ostrożność. Jednak i tak są to przewidywania śmielsze niż zyski z obligacji – dostateczny powód, aby inwestorzy, część swojego zdywersyfikowanego portfela, przeznaczyli na akcje.

Ale podejście Grahama uczy nas czegoś jeszcze. Przewidując przyszłe zyski z akcji, tylko jednego można być stuprocentowo pewnym – twoje prognozy okażą się nieprawdziwe. Przeszłość uczy nas jedynie tego, że przyszłość zawsze zaskakuje. Zawsze! A ukoronowaniem tego prawa dziejów finansowych jest fakt, że giełda najdotkliwiej doświadcza tych, którzy są najpewniejsi swoich prognoz na przyszłość. Podchodząc z ostrożnością do swoich zdolności prognostycznych, tak jak Graham, nie ryzykujesz zbyt wiele, jeśli w przyszłości okazuje się, że nie miałeś racji.

A zatem powinieneś ograniczać swoje oczekiwania, ale nie tracić przy tym ducha. Inteligentny inwestor zawsze ma nadzieję, bo... tak ma być. W świecie finansów, im przyszłość wygląda gorzej, tym okazuje się lepsza. Pewien cynik powiedział kiedyś G. K. Chestertonowi, brytyjskiemu eseiście i powieściopisarzowi: „Błogosławiony, kto niczego nie oczekuje, bo nic go nie rozczaruje". A Chesterton zmodyfikował te słowa: „Błogosławiony, kto niczego nie oczekuje, bo wszystko będzie go cieszyć".

ROZDZIAŁ 4

Ogólna polityka portfela: inwestor defensywny

Zazwyczaj o wyróżnikach portfela inwestycyjnego decyduje sytuacja i cechy typowe dla jego właściciela lub właścicieli. Z jednej strony, mieliśmy banki oszczędnościowe, firmy ubezpieczeniowe i tak zwane prawne fundusze powiernicze. W poprzednim pokoleniu w wielu stanach ich inwestycje, zgodnie z prawem, musiały ograniczać się do najlepszych obligacji, a czasami także do najlepszych akcji uprzywilejowanych. Z drugiej strony, mamy dobrze sytuowanego i doświadczonego biznesmena, który umieszcza różne obligacje i akcje na swojej liście papierów wartościowych tylko wtedy, gdy uważa je za atrakcyjne.

Istnieje stara, mądra zasada, że inwestorzy, którzy nie mogą pozwolić sobie na podejmowanie ryzyka, powinni zadowalać się stosunkowo niskim zwrotem z zainwestowanych środków. Na tej podstawie wytworzyło się ogólne przekonanie, że inwestor powinien stawiać sobie za cel taką stopę zwrotu, jaka jest w mniejszym lub większym stopniu powiązana z ryzykiem, na które jest przygotowany. My mamy inne zdanie. Oczekiwana stopa zwrotu powinna zależeć raczej od nakładu wysiłku intelektualnego, jaki inwestor potrafi i chce wnieść w realizację planu inwestycyjnego. Bierny inwestor, który pragnie bezpieczeństwa i beztroski, osiąga minimalną rentowność. Na maksymalną może liczyć czujny i przedsiębiorczy inwestor, który wkłada w operowanie papierami wartościowymi całą swoją inteligencję i wszystkie umiejętności. W wydaniu z roku 1965 zauważyliśmy, że „w wielu przypadkach okazyjny zakup papieru wartościowego, który stwarza szansę wielkiego zysku, może realnie wiązać się z mniejszym ryzykiem, niż zwyczajny zakup obligacji przynoszących około 4½% zwrotu". W opinii tej było więcej prawdy, niż nam się wydawało, ponieważ w kolejnych latach, z powodu wzrostu stóp procentowych, nawet najlepsze obligacje długoterminowe utraciły sporą część wartości rynkowej.

Podstawowy problem z alokacją kapitału między akcje i obligacje

W skrótowej formie przedstawiliśmy już politykę portfela inwestora defensywnego.* Powinien on podzielić pieniądze między najlepsze obligacje i najlepsze akcje.

Przedstawiliśmy też zasadę, w myśl której inwestor nigdy nie powinien posiadać mniej niż 25%, a więcej niż 75% w akcjach, i więcej niż 75%, a mniej niż 25% w obligacjach. Stąd wniosek, że standardowo należy dokonywać podziału po równo – połowa pieniędzy w akcje i połowa w obligacje. Tradycyjnie, powodem do powiększania udziału akcji w portfelu, jest „okazyjny" poziom cen kształtowany przez przedłużającą się bessę. I odwrotnie – gdy w ocenie inwestora poziom cen giełdowych staje się niebezpiecznie wysoki, mądrzej byłoby zmniejszyć udział akcji do poniżej 50% portfela.

Łatwo wygłaszać takie podręcznikowe sentencje, lecz trudno się nimi kierować, ponieważ stoją w sprzeczności z tymi samymi skłonnościami natury ludzkiej, które powodują bessy i hossy. Jest sprzecznością samą w sobie, sugerowanie przeciętnemu akcjonariuszowi, że słuszna jest polityka odchudzania portfela, gdy ceny giełdowe przekraczają pewien poziom, i poszerzania go, gdy ceny spadają poniżej pewnego pułapu. Właśnie dlatego, że przeciętny człowiek działa – bo widocznie musi – całkiem odwrotnie, w przeszłości obserwowaliśmy ogromne wzrosty i spadki cen rynkowych, a w przyszłości – autor jest o tym przekonany – najprawdopodobniej również będziemy świadkami takich zdarzeń.

Gdyby podział na operacje inwestycyjne i spekulacyjne, był dziś równie jasny jak dawniej, moglibyśmy wyobrażać sobie inwestorów jako grupę inteligentnych i doświadczonych ludzi, którzy nieroztropnym i nieszczęsnym spekulantom, sprzedają papiery po wysokich cenach, a potem odkupują po niskich. W dawnych czasach, podobny obraz mógłby być bliski prawdy, jednak trudno dopasować go do realiów finansowych po 1949 roku. Nie ma przesłanek sugerujących, że w ten sposób wyglądały operacje profesjonalnych funduszy inwestycyjnych. Udział akcji w portfelach dwóch podstawowych rodzajów funduszy – „zrównoważonych" i „akcyjnych" – zmieniał się z roku na rok tylko nieznacznie. Ich transakcje ukierunkowane były głównie na próby przerzucania się z papierów mniej atrakcyjnych na bardziej atrakcyjne.

---

* Patrz „Wniosek" Grahama do Rozdziału 2., str. 63.

Skoro stare ograniczenia giełdowe przestały istnieć, o czym jesteśmy od dawna przekonani, a nowe jeszcze się nie wytworzyły, to nie możemy przedstawić inwestorowi żadnych jednoznacznych reguł, według których miałby zmniejszać pakiet akcji do minimalnego poziomu 25% wartości portfela, a następnie powiększać go do poziomu maksymalnego – 75% wartości portfela. Możemy namawiać, aby generalnie nie lokował w akcjach więcej niż połowy pieniędzy, chyba że ma ogromne zaufanie do pozycji swoich akcji i jest pewien, że w spokoju ducha będzie mógł przetrzymać spadek cen giełdowych porównywalny z tym, do którego doszło w latach 1969–1970. Według nas, przy cenach z początku 1972 roku, trudno byłoby uzasadnić tak wielkie zaufanie. Na razie zalecamy więc, aby udział akcji w ogólnej wartości portfela nie wynosił powyżej 50%. Ale równie trudno byłoby doradzać, aby udział ten obniżyć znacznie poniżej 50%. Chyba, że sam inwestor czuje się zaniepokojony obecnym poziomem cen giełdowych i będzie zadowolony, jeśli udział w przyszłych ewentualnych wzrostach obejmie tylko, powiedzmy, 25% jego zainwestowanego kapitału.

To skłania do polecenia większości czytelnikom, pozornie nieco zbyt uproszczonej, reguły „pół na pół", czyli utrzymywania równego podziału między akcje i obligacje tak długo, jak jest to praktycznie uzasadnione. Gdy wzrost poziomu cen giełdowych sprawia, że pakiet akcji osiąga, powiedzmy, 55% wartości portfela, to należy przywrócić równowagę, sprzedając jedną jedenastą akcji, a uzyskany kapitał przeznaczyć na obligacje. I odwrotnie – gdy wartość pakietu akcji spada do 45% wartości całego portfela, trzeba jedną jedenastą funduszy ulokowanych w obligacjach przeznaczyć na zakup akcji.

Po 1937 roku, przez wiele lat, nieco podobny plan inwestycyjny realizował Yale University, z tym że w akcjach lokował tylko 35% całości kapitału. Jednak, na początku lat 50., zrezygnował z tej słynnej kiedyś reguły i w 1969 roku akcje (w tym część zamiennych) stanowiły 61% jego portfela (w tym samym czasie 60,3% pochodzących z darowizn funduszy 71 podobnych instytucji, o łącznej wartości 7,6 mld dolarów, było ulokowanych w akcjach). Przykład Yale ilustruje, jak niszczący wpływ miał wzrost cen giełdowych na tę popularną kiedyś regułę inwestycyjną. Mimo to, wyrażamy przekonanie, że nasza wersja „pół na pół" jest dla defensywnego inwestora podejściem rozsądnym. Prawidłowo go ukierunkowuje, jest niezwykle prosta, daje poczucie, że wykonuje on pewne posunięcia w odpowiedzi na sytuację giełdową, a co najważniejsze, powstrzymuje go przed zbytnim angażowaniem w akcje, gdy ceny giełdowe zaczynają rosnąć do niebezpiecznych pułapów.

Ponadto, inwestor naprawdę konserwatywny będzie zadowolony z zysków, które przyniesie mu wzrost wartości połowy portfela, a gdy dojdzie do silnych spadków, będzie mógł się pocieszać, że i tak skończył znacznie lepiej, niż wielu jego bardziej śmiałych kolegów.

O ile proponowany przez nas podział „pół na pół" jest niewątpliwie najprostszym „uniwersalnym narzędziem", jakie da się wymyślić, o tyle może okazać się nienajlepszy pod względem osiąganych wyników (oczywiście żadna metoda, mechaniczna czy nie mechaniczna, nie daje gwarancji, że zadziała lepiej od innych). Znacznie wyższy dzisiaj poziom dochodów z dobrych obligacji niż z dobrych akcji, stanowi silny argument, przemawiający na korzyść zwiększania udziału obligacji w portfelu. Dlatego decyzja, czy trzymać w akcjach 50% czy mniej, zależy w dużej mierze od temperamentu i postawy samego inwestora. Jeżeli potrafi z zimną krwią wystawiać się na ryzyko, może ograniczyć udział akcji w portfelu nawet do 25%, z myślą o odczekaniu przed powrotem do podziału „pół na pół" aż do momentu, gdy zysk z dywidend akcji z indeksu DJIA wyniesie, powiedzmy, dwie trzecie zysku z obligacji. Obecnie indeks DJIA plasuje się na poziomie 900, a dywidenda wynosi 36 dolarów na akcję, więc albo opodatkowane zyski z obligacji powinny spaść z 7,5% do 5,5% przy takich samych zyskach z najlepszych akcji, albo indeks DJIA powinien spaść do poziomu 660, bez spadku zyskowności obligacji ani wzrostu dywidend z akcji. Ten sam „punkt zakupu" dadzą także inne kombinacje tych zmian. Taki program inwestycyjny nie przysparza wielu komplikacji. Najtrudniejsze jest tylko przyjęcie go i wytrwanie w nim. Ale może okazać się nieco zbyt konserwatywny.

Pakiet obligacji

Wybór papierów do pakietu obligacji wiąże się z dwoma pytaniami. Kupić obligacje opodatkowane czy nie opodatkowane? Długoterminowe czy krótkoterminowe? Decyzja odnośnie opodatkowania wynika z arytmetyki i zależy od różnic w oprocentowaniu oraz od progu podatkowego inwestora. W styczniu 1972 roku, wśród obligacji z dwudziestoletnim terminem wykupu można było wybierać między oprocentowaniem na przykład $7^1/_2$% dla obligacji spółek z oceną Aa, oraz 5,3% dla najlepszych obligacji wolnych od podatku (wszystkie rodzaje obligacji z nie opodatkowanym zyskiem określa się mianem „municypalnych", nawet jeśli są to obligacje rządowe). Tak więc, przy tym terminie wykupu, zamiana obligacji spółek na obligacje municypalne oznaczała stratę rzędu 30%. A gdyby płacił najwyższą stawkę podat-

ku, czyli powyżej 30%, to wybór obligacji municypalnych oznaczałby dla niego oszczędność netto. Gdyby jednak płacił mniej niż 30% podatku, byłoby odwrotnie. Osoba indywidualna zaczyna płacić 30%, gdy jej dochody, po uwzględnieniu potrąceń i ulg, przekraczają 10 000 dolarów. Dla małżeństwa stawka ta zaczyna obowiązywać, gdy ich łączny dochód, po odliczeniach, przekracza 20 000 dolarów. Widać więc wyraźnie, że znaczna część inwestorów więcej zyska na obligacjach municypalnych niż obligacjach spółek.

Wybór między krótko a długoterminowymi wiąże się z całkiem innym problemem: czy inwestor chce zabezpieczyć się przed możliwością spadku ceny obligacji kosztem niższego rocznego zysku, czy utraty szansy na znaczny wzrost wartości inwestycji? Naszym zdaniem, najlepiej będzie omówić tę kwestię w Rozdziale 8., zatytułowanym *Inwestor a wahania rynkowe*.

Dawniej, przez wiele lat, dla inwestora kupującego obligacje, najrozsądniejszym wyjściem były rządowe papiery oszczędnościowe. Ich bezpieczeństwo było i jest bezsporne. Miały wyższą rentowność niż inne najlepsze obligacje, opcję wcześniejszego wycofania pieniędzy i różne przywileje, które poprawiały ich atrakcyjność. W poprzednich wydaniach książki poświęciliśmy im cały rozdział zatytułowany *Rządowe obligacje oszczędnościowe. Dobrodziejstwo dla inwestorów*.

Później wykażemy, że rządowe obligacje oszczędnościowe nadal mają pewne niepowtarzalne zalety, dzięki którym dla każdego indywidualnego inwestora stanowią dobry zakup. Wydaje nam się, że dla osoby dysponującej umiarkowanym kapitałem – powiedzmy takim, z którego nie więcej niż 10 000 dolarów może przeznaczyć na obligacje – wciąż jest to najlepszym i najłatwiejszym wyjściem. Inwestorzy z większymi funduszami mogą chcieć ulokować pieniądze w inne środki.

Sporządzimy listy najważniejszych rodzajów obligacji, zasługujących na uwagę inwestora, i pokrótce omówimy je, uwzględniając charakterystykę ogólną, bezpieczeństwo, zyskowność, cenę giełdową, ryzyko, kwestie podatku dochodowego i inne właściwości.

1. Amerykańskie obligacje oszczędnościowe serii E i H. Najpierw przedstawimy ich najważniejsze wyróżniki, a potem w skrócie omówimy liczne zalety tych jedynych w swoim rodzaju, atrakcyjnych i wyjątkowo wygodnych instrumentów inwestycyjnych. Odsetki od obligacji serii H, podobnie jak w przypadku innych obligacji, wypłacane są co pół roku. Oprocentowanie wynosi 4,29% za pierwszy rok, a później po 5,1% przez następnych dziewięć lat aż do wykupu. Od obligacji serii E odsetki nie są wypłacane, tylko doliczane do wartości, która zadecyduje o cenie wykupu. Sprzedawane są za 75% ceny nominalnej, a po pięciu latach i 10 miesiącach od chwili zakupu

wykupywane za 100% ceny. Jeśli zostają zatrzymane do daty wykupu, dają 5% rocznie, naliczane co pół roku. Jeśli zostaną odsprzedane wcześniej, to za pierwszy rok przyniosą 4,01% odsetek, a za każdy następny coraz więcej, aż do 5,2% po okresie czterech lat i 10 miesięcy.

Odsetki od obligacji podlegają federalnemu podatkowi dochodowemu, ale nie obejmują ich podatki stanowe. W przypadku serii E, podatek może być, na życzenie posiadacza, płacony co roku, w miarę doliczania (poprzez wzrost ceny wykupu) odsetek, albo dopiero po faktycznej odsprzedaży obligacji.

Właściciele obligacji serii E, mogą zamieniać je na gotówkę w każdej chwili (wkrótce po dokonaniu zakupu) po bieżącej cenie wykupu. Posiadacze obligacji serii H, również mają prawo do zamiany ich na gotówkę po wartości nominalnej (kosztach). Obligacje serii E można wymieniać na obligacje serii H, co daje pewne korzyści podatkowe. Obligacje zagubione, zniszczone lub ukradzione, są wymieniane bez dodatkowych kosztów. Istnieją pewne ograniczenia co do wielkości rocznych zakupów, ale dzięki liberalnym przepisom dotyczącym współposiadania obligacji przez członków rodziny, inwestor może kupować praktycznie tyle, na ile go stać. *Komentarz:* żadna inna inwestycja nie łączy w sobie absolutnych gwarancji wypłaty zainwestowanej kwoty oraz oprocentowania, prawa do zażądania pełnego zwrotu pieniędzy w dowolnym czasie, gwarancji oprocentowania równego minimum 5% przez przynajmniej 10 lat. Posiadacze wcześniejszych emisji obligacji serii E, mieli prawo do przedłużania ich terminu wykupu, a więc dalszego i coraz szybszego podwyższania wartości, dzięki przyrostowi coraz większych rocznych odsetek. Znaczne korzyści przynosiły również długie terminy odraczania podatku dochodowego. Z naszych obliczeń wynika, że stopa odsetek po odliczeniu podatku mogła wzrosnąć nawet o jedną trzecią. Natomiast w czasach niskich stóp procentowych, prawo do spieniężenia obligacji po cenie nabycia (lub wyższej), dawało nabywcom pełne zabezpieczenie inwestycji przed spadkiem wartości, czego nie mogły zagwarantować inne inwestycje. Innymi słowy, mieli możliwość uzyskiwania korzyści ze wzrostu stóp procentowych, bo mogli bez strat pieniężnych zamieniać papiery niskooprocentowane na oprocentowane znacznie wyżej.

Naszym zdaniem, unikalne zalety, doceniane przez właścicieli obligacji oszczędnościowych, z nawiązką rekompensują zyski niższe niż w przypadku innych rządowych papierów dłużnych.

2. Inne obligacje rządowe USA. Ogromna liczba takich papierów, stwarza szerokie możliwości wyboru oprocentowania i terminów wykupu. Wszystkie

zapewniają bezpieczną wypłatę odsetek i zainwestowanej kwoty. Podlegają federalnym podatkom dochodowym, ale są zwolnione od podatków stanowych. Pod koniec roku 1971, emisje długoterminowe – ponad dziesięcioletnie – dawały przeciętny zysk 6,09%, emisje średnioterminowe (trzy- do pięcioletnich) 6,35%, a krótkoterminowe 6,03%.

W 1970 roku pewną liczbę starszych emisji, można było kupić ze znacznym rabatem. Niektóre z nich są przyjmowane po wartości nominalnej, przy rozliczaniach z podatków od nieruchomości. Do tej kategorii należą na przykład amerykańskie obligacje rządowe U.S.Treasury $3^1/_2$ z terminem wykupu w1990 roku. W ciągu 1970 roku sprzedawano je po 60 dolarów, a ich cena na zamkniecie 1970 roku wyniosła ponad 77 dolarów.

Warto też zwrócić uwagę, że w wielu przypadkach papiery dłużne, emitowane przez rząd amerykański, pośrednio przynoszą znacznie więcej niż zobowiązania bezpośrednie z tym samym terminem wykupu. Gdy pisałem te słowa, pojawiła się oferta „certyfikatów w pełni gwarantowanych przez sekretarza transportu ministerstwa transportu Stanów Zjednoczonych" z odsetkami 7,05%. Oprocentowanie to jest o cały punkt procentowy wyższe, niż w przypadku bezpośrednich obligacji rządowych z tym samym terminem wykupu (rok 1986). Certyfikaty były wyemitowane właściwie w imieniu Rady Powierniczej Penn Central Transportation Co., lecz sprzedawano je w oparciu o oświadczenie ministra sprawiedliwości USA, że udzielona im gwarancja „wiąże się z ogólnym zobowiązaniem Stanów Zjednoczonych, popartym pokładaną w nie wiarą i zaufaniem". Dawniej, rząd amerykański przyjmował na siebie całkiem sporo podobnych zobowiązań, i wszystkie skrupulatnie honorował.

Czytelnik może się zastanawiać, po co są te wszystkie czary mary, z pozornie „osobistymi gwarancjami" sekretarza transportu, które koniec końców oznaczają dla podatnika większe obciążenie. Najważniejszym powodem pośrednich emisji papierów dłużnych, był nałożony przez Kongres limit zadłużenia rządowego. Najwyraźniej, gwarancji udzielanych przez rząd nie uznawano za zadłużenie – semantyczny kruczek do wykorzystania przez bystrych inwestorów. Taka sytuacja doprowadziła do wypuszczenia obligacji Urzędu Budownictwa, które miały takie same gwarancje jak obligacje rządowe, i były jedynymi papierami zwolnionymi z podatku, a posiadającymi te same zalety co obligacje rządowe. Innym rodzajem emisji gwarantowanych przez rząd były New Community Debentures, które we wrześniu 1971 roku sprzedawano z oprocentowaniem 7,6%.

3. Obligacje stanowe i municypalne. Nie obejmuje ich podatek federalny. Zazwyczaj są zwolnione także z podatku stanowego w stanie, który je wyemitował, ale nigdzie więcej. Są to albo obligacje jakiegoś stanu lub jego części, albo „obligacje dochodowe", których odsetki zależą od przychodów z dzierżawy lokali oraz opłat pobieranych za korzystanie z dróg, mostów itp. Nie wszystkie obligacje zwolnione z podatku, są na tyle pewne, żeby defensywny inwestor miał je kupować. Przy ich selekcji może się kierować oceną, jaką każdej emisji wystawia Moody lub Standard & Poor's. Jeśli dane obligacje mają jedną z trzech najwyższych ocen – Aaa (AAA), Aa (AA) lub A w obu rankingach, można to uznać za wskazówkę wystarczającego zabezpieczenia. Zysk z tych obligacji zależy tak samo od jakości, jak i od terminu wykupu, przy czym krótsze terminy dają niższe oprocentowanie. Pod koniec roku 1971, papiery ujęte w rankingu obligacji municypalnych Standard & Poor's, miały przeciętną ocenę AA, dwudziestoletni termin wykupu i rentowność 5,78%. Typowy przykład stanowią obligacje miasta Vineland w stanie New Jersey, oceniane od AA do A, i przynoszące 3% przy wykupie w ciągu jednego roku. W przypadku wykupu w latach 1995 i 1996 odsetki te rosły do 5,8%.[1]

4. Obligacje spółek. Są obłożone podatkiem federalnym i dochodowym. Na początku 1972 roku, według opublikowanych rentowności obligacji spółek z indeksu obligacji, którym Moody przyznał ocenę Aaa, najlepsze z nich miały odsetki 7,19% przy dwudziestopięcioletnim okresie wykupu. Papiery o tzw. jakości średniej do niskiej – z oceną Baa – przynosiły 8,23% przy odległych terminach wykupu. Przy krótszych terminach, papiery wszystkich klas są oprocentowane nieco niżej.

Komentarz: Z powyższych opisów wynika, że przeciętny inwestor, ma do wyboru kilka rodzajów dobrych obligacji. Niewątpliwie, osoby o dochodach podlegających wysokiemu opodatkowaniu, z papierów nie opodatkowanych mogą osiągnąć wyższe zyski netto niż z tych obłożonych podatkiem. Na pozostałych, w 1972 roku, czekały szerokie możliwości – od 5% (plus opcje specjalne) z rządowych obligacji oszczędnościowych, po $7^1/_2$% z dobrych obligacji spółek.

Bardziej zyskowne inwestycje w obligacje

Inwestor może kupić obligacje dające wyższy zysk, ale musi zrezygnować z ich jakości. Wieloletnie doświadczenia pokazują, że przeciętny inwestor zrobi najlepiej, jeśli będzie trzymał się z daleka od takich wysokooprocentowanych obligacji. Generalnie, pod względem ogólnej zyskowności mogą

wydawać się lepsze niż obligacje najwyższej jakości, ale wystawiają posiadacza na zbyt wielkie ryzyko różnych nieprzychylnych wydarzeń – od dyskretnych zaniżeń cen, po ostateczną odmowę wypłaty (to prawda, że wśród obligacji niższej jakości, często trafiają się okazje, ale ich wykorzystanie wymaga specjalnych analiz i umiejętności).*

Być może powinniśmy w tym miejscu dodać, że nałożone przez Kongres ograniczenia na bezpośrednie emisje obligacji rządu Stanów Zjednoczonych spowodowały, że inwestor decydujący się na zakup obligacji gwarantowanych przez rząd, ma przynajmniej dwie „okazje". Pierwszą stanowią wolne od podatku obligacje New Housing, a drugą niedawno wymyślone (opodatkowane) New Community Debentures. Obligacje New Housing z lipca 1971 roku miały rentowność w wysokości aż 5,8% wolne od podatków federalnych i stanowych, natomiast New Community Debentures, sprzedawane we wrześniu 1971 roku, oferowały rentowność na poziomie 7,6%. Oba rodzaje są gwarantowane „wiarą i zaufaniem do Stanów Zjednoczonych", zatem dają stuprocentowe zabezpieczenie. A netto przynoszą znacznie więcej niż zwykłe amerykańskie obligacje rządowe.**

Lokaty oszczędnościowe zamiast obligacji

Obecnie, w banku oszczędnościowym albo komercyjnym, inwestor może z lokaty oszczędnościowej (albo bankowego certyfikatu depozytowego), dostać tyle samo odsetek, co z najlepszych obligacji krótkoterminowych. W przyszłości oprocentowanie bankowych kont oszczędnościowych może spaść, ale w obecnych warunkach stanowią one wygodną alternatywę zakupu obligacji krótkoterminowych.

Papiery wymienialne

Zostały omówione w Rozdziale 16. Ogólnie, zmian cen obligacji dotyczy Rozdział 8. *Inwestor a wahania rynkowe.*

* Obecnie, niechęć Grahama do obligacji wysokooprocentowanych, łagodzi szeroki dostęp do funduszy inwestycyjnych, które amortyzują ryzyko i samodzielnie analizują szanse tych obligacji. Więcej szczegółów w Komentarzu do Rozdziału 6.

** Obligacje New Housing i New Community Debentures już nie istnieją. Obligacje New Housing miały gwarancje amerykańskiego departamentu budownictwa i rozwoju miast, a zyski z nich były zwolnione od podatku. Ale od 1974 roku zaprzestano ich emisji. Z kolei New Community Debentures zostały zatwierdzone w ustawie federalnej z 1968 roku. Do 1975 roku wydano tych papierów za około 350 mln dolarów, ale w 1983 roku zrezygnowano z tego przedsięwzięcia.

Prowizje od wezwań do wykupu

W poprzednich wydaniach, ten aspekt finansowy obligacji, omawialiśmy dość obszernie, ponieważ mamy tu do czynienia z poważną, choć mało dostrzegalną niesprawiedliwością w stosunku do inwestora. Wezwanie do wykupu obligacji przychodziło najczęściej wkrótce po emisji i oferowano w nim niewielką premię, powiedzmy 5%, powyżej ceny emisyjnej. Oznaczało to, że w okresach dużych wahań stóp procentowych, inwestor musiał brać na siebie cały ciężar niekorzystnych zmian, i miał niewielki udział w zmianach korzystnych.

PRZYKŁAD: Naszym standardowym przykładem była emisja stuletnich obligacji American Gas & Electric na 5%, sprzedawanych w ofercie publicznej w 1928 roku po 101 dolarów. Cztery lata później, prawie w panice, cena tych dobrych obligacji spadła do $62^1/_2$% dolarów, co dawało rentowność 8% rocznie. W 1946 roku nastąpiło odwrócenie sytuacji i tego typu obligacje można było sprzedać tylko z zyskiem 3%, a cała emisja obligacji na 5% *powinna* być notowana na poziomie 160. W tym momencie firma skorzystała z prawa do wezwań wykupu i odkupiła obligacje po 106 dolarów.

Prawo do wezwania do wykupu w umowach obligacyjnych, przypomina nieco zawoalowane podejście typu „czarne ja wygrywam, czerwone ty przegrywasz". W końcu, po długim czasie, instytucje kupujące obligacje przestały godzić się na to nieuczciwe rozwiązanie. W ostatnich latach większość długoterminowych, wysoko oprocentowanych papierów, jest zabezpieczona przed wykupem w ciągu 10 lub więcej lat, od daty emisji. Nadal ogranicza to potencjalny wzrost ceny, nie jest już jednak tak niesprawiedliwe.

W praktyce, radzimy inwestującym w długoterminowe obligacje, aby poświęcili pewną część zysku w zamian za gwarancję, że nie będą ich musieli odsprzedać emitentowi przez, na przykład, 20 czy 25 lat. Podobnie też, lepiej kupować obligacje z niższym kuponem* i z rabatem, niż oprocentowane wyżej, lecz po cenie zbliżonej do wartości nominalnej i z możliwością wezwania do wykupu w ciągu kilku lat. Udzielenie rabatu, na przykład zakup obligacji z kuponem $3^1/_2$% za $63^1/_2$% nominału, dającego rentowność od daty wykupu równą 7,85% rocznie – w pełni zabezpiecza przed niekorzystnym wezwaniem do odsprzedaży obligacji.

* Kupon w odniesieniu do obligacji oznacza oprocentowanie. „Niski kupon" oznacza, że odsetki z obligacji dają mniejsze zyski niż średnia rynkowa.

Zwykłe – czyli niezmienne – akcje uprzywilejowane

A oto kilka ogólnych spostrzeżeń na temat akcji uprzywilejowanych. Owszem, bywają naprawdę dobre akcje uprzywilejowane, ale ich forma jest z natury zła. Bezpieczeństwo posiadacza akcji uprzywilejowanych zależy od tego, czy spółka może i chce płacić dywidendy od akcji zwykłych. Jego pozycja staje się niepewna, gdy zwykłe dywidendy nie są wypłacane lub choćby ich wypłata jest zagrożona, gdyż dyrekcja nie ma żadnego obowiązku płacić mu, jeśli nie płaci za akcje zwykłe. Jednocześnie, typowa akcja uprzywilejowana, nie daje żadnego wyższego udziału w zyskach niż ustalana dywidenda. Tak więc, posiadaczowi akcji uprzywilejowanych, nie przysługują ani prawa posiadacza obligacji (czyli kredytodawcy), ani potencjalne zyski zwykłego udziałowca (czyli wspólnika).

Te ujemne strony prawnej pozycji akcji uprzywilejowanych, regularnie wypływają w okresach depresji. Tylko niewielki procent tego typu papierów jest na tyle pewny, że mimo przeciwności losu, zachowuje niekwestionowany status instrumentu inwestycyjnego. Z doświadczenia wiadomo, że odpowiedni moment na kupowanie akcji uprzywilejowanych, przychodzi wtedy, gdy ich ceny są nadmiernie stłamszone chwilowo niekorzystną sytuacją (wtedy mogą odpowiadać inwestorowi agresywnemu, ale dla defensywnego pozostają zbyt niekonwencjonalnym instrumentem).

Innymi słowy: należy je kupować okazyjnie lub nie kupować wcale. Później opowiemy o papierach zamiennych i innych uprzywilejowanych instrumentach, które stwarzają specjalne możliwości zysków. Zazwyczaj nie trafiają one do konserwatywnego portfela.

Na uwagę zasługuje jeszcze jedna osobliwość ogólnej pozycji akcji uprzywilejowanych. Nabywcom instytucjonalnym dają one lepsze warunki podatkowe niż inwestorom indywidualnym. Firmy płacą tylko od 15% sumy dywidendy, ale od pełnej sumy zwykłego dochodu z odsetek. Od 1972 roku stawka dla firm wynosi 48%, a zatem od 100 dolarów dywidendy z akcji uprzywilejowanej, podatek wynosi 7,2 dolara, a od 100 dolarów odsetek z obligacji – aż 48 dolarów. Z kolei inwestorzy indywidualni płacą od dochodów z akcji uprzywilejowanych taki sam podatek, jak od dochodów z obligacji – z wyjątkiem jednego przypadku. A zatem logicznie rzecz biorąc, akcje uprzywilejowane powinny kupować instytucje, a nie opodatkowane obligacje – inwestorzy, którzy płacą podatek dochodowy.*

* Argumentacja Grahama nadal pozostaje aktualna, jednak konkretne liczby uległy zmianom. Obecnie firmy mogą odliczać od dochodu z dywidend 70%, a standardowa stawka podatku od

Inne papiery wartościowe

Obligacje i akcje preferowane, przedstawione w takiej formie jak tutaj, są stosunkowo proste i łatwe do zrozumienia. Posiadacz obligacji ma prawo do ustalonej sumy odsetek i wypłaty całości zainwestowanej sumy w określonym terminie. Posiadacz akcji preferowanych, ma prawo do ustalonej dywidendy – i nic ponadto, która musi mu zostać wypłacona, zanim zostaną wypłacone dywidendy na akcje zwykłe. Nie musi wypłacać całej zainwestowanej kwoty w określonym terminie (dywidenda może się kumulować albo nie. Posiadacz może mieć prawo głosu albo nie).

Powyższe opisy dotyczą standardowych warunków, które niewątpliwie obowiązują przy większości obligacji i akcji uprzywilejowanych, ale od tych form istnieją niezliczone odstępstwa. Najbardziej znane to papiery wymienialne oraz obligacje dochodowe. W tym drugim przypadku, odsetki są wypłacane tylko wtedy, jeśli spółka je wypracuje (niewypłacone odsetki mogą się kumulować na konto przyszłych zysków, ale często tylko przez okres ograniczony do trzech lat).

Przedsiębiorstwa powinny korzystać z obligacji dochodowych w większym zakresie niż dotychczas. Ich unikanie, wynika z niezbyt zachęcającego przykładu z przeszłości – po raz pierwszy na szerszą skalę zastosowano je podczas reorganizacji linii kolejowych, a zatem od samego początku były kojarzone ze słabością finansową i inwestycją o niepewnym statusie. Jednak ta forma inwestycji, ma kilka praktycznych zalet, zwłaszcza w porównaniu, z licznymi w ostatnich latach, wymiennymi akcjami uprzywilejowanymi. Do najważniejszych należy możliwość odliczania wypłacanych odsetek od opodatkowanego przychodu firmy, co w efekcie zmniejsza o połowę koszty pozyskiwanego w ten sposób kapitału. Z punktu widzenia inwestora najlepsze jest to, że w większości przypadków ma on bezwarunkowe prawo do otrzymywania odsetek, *jeśli firma je wypracowała* i ma prawo do innych, niż postępowanie upadłościowe, form zabezpieczenia, jeśli odsetki nie są wypracowywane i wypłacane. Warunki obligacji dochodowych mogą być tak dopasowane, aby były korzystne i dla pożyczającego, i dla kredytobiorcy (oczywiście można uwzględnić także przywilej wymienialności). Powszechna akceptacja, tak słabej z gruntu, formy inwestycji jak akcje uprzywilejowane oraz odrzucanie znacznie pewniejszego instrumentu jakim są obligacje

firm wynosi 35%. A zatem, od 100 dolarów zysku z dywidendy akcji uprzywilejowanych, przedsiębiorstwo płaci 24,50 dolara podatku, a od 100 dolarów odsetek aż 35 dolarów. Osoby indywidualne płacą taką samą stawkę podatku od dochodów z dywidend, jak i od dochodów z odsetek, więc akcje uprzywilejowane nie dają im żadnych korzyści podatkowych.

dochodowe, stanowi znakomitą ilustrację tego, że na Wall Street nadal pokutują tradycyjne nawyki, wymagające już odświeżenia. Każdy przypływ optymizmu lub pesymizmu sprawia, że o historii i wypróbowanych zasadach zapominamy, choć swoich uprzedzeń trzymamy się kurczowo i bezzasadnie.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 4

Gdy zdajesz się na przypadek, nagle przestaje dopisywać ci szczęście.

Pat Riley, trener koszykówki

Jak agresywny powinien być twój portfel?

Według Grahama, w mniejszym stopniu zależy to od posiadanych inwestycji, a w większym od tego, jakim jesteś inwestorem. Istnieją dwa sposoby postępowania inteligentnego inwestora:

- systematyczne analizy, selekcjonowanie i monitorowanie ruchów cen akcji, obligacji i funduszów powierniczych,
- stworzenie stałego portfela kierowanego za pomocą autopilota, co nie wymaga dodatkowych wysiłków (ale jest mało ekscytujące).

Pierwsze podejście Graham nazwał „aktywnym" albo „przedsiębiorczym". Wymaga ono wiele czasu i energii. Podejście „pasywne", czy też „defensywne" kosztuje mniej czasu i wysiłku, ale wymaga niemal ascetycznego podejścia do całej wrzawy panującej na giełdzie. Jak powiedział teoretyk inwestycji, Charles Ellis, podejście przedsiębiorcze angażuje fizycznie i emocjonalnie, za to podejście defensywne jest wyniszczające emocjonalnie.*

Jeśli masz nadmiar wolnego czasu, lubisz rywalizację, myślisz jak kibic sportowy i uwielbiasz skomplikowane wyzwania intelektualne, to podejście aktywne jest właśnie dla ciebie. Jeśli dążysz do prostoty i nie lubisz zawracać sobie głowy ciągłym myśleniem o zarabianiu pieniędzy, to odpowiednie jest dla ciebie podejście pasywne (niektórzy ludzie dobrze czują się w kombinacji jednego z drugim, i tworzą portfel w większej części aktywny, a w mniejszej pasywny albo na odwrót).

* Więcej na temat fizycznych i intelektualnych trudności związanych z inwestowaniem jednego rodzaju, a trudnościami emocjonalnymi związanymi z drugim, znajdziesz w Rozdziale 8 i w Charles D. Ellis, *Three Ways to Succeed as an Investor* w Charles D. Ellis i James R. Vertin (red.) *The Investor's Anthology* (John Wiley & Sons, 1997), str. 72.

Oba podejścia są równie mądre i oba mogą prowadzić do sukcesu. Ale tylko wówczas, gdy znasz siebie na tyle dobrze, że wybierzesz odpowiedni sposób, będziesz trzymać się go przez całe życie i zapanujesz nad swoimi emocjami oraz nakładami. Rozróżnienie między inwestorem aktywnym i pasywnym, to ze strony Grahama kolejne przypomnienie, że ryzyko finansowe wiąże się nie koniecznie z tym gdzie większość z nas go upatruje czyli w gospodarce lub inwestycjach, ale tkwi ono raczej w nas samych.

Odwaga czy ucieczka?

Od czego ma zatem zacząć inwestor defensywny? Pierwsza z najważniejszych decyzji, to ile ulokować w akcjach, a ile w obligacjach i gotówce (zwróć uwagę, że Graham specjalnie umieszcza tę kwestię po rozdziale o inflacji, czyli po wykazaniu, że inflacja jest jednym z najgorszych wrogów).

Gdy Graham omawia kwestie alokacji kapitału między akcje i obligacje, najbardziej uderza, że ani razu nie pada tu słowo „wiek". To sprawia, że jego rady znacznie różnią się od konwencjonalnych przekonań, że ryzyko inwestycyjne powinno zależeć przede wszystkim od wieku inwestora.* Tradycyjnie, obowiązywała żelazna zasada – odejmij swój wiek od 100 i taki procent swojego kapitału zainwestuj w akcje, a resztę w obligacje i gotówkę (zatem osoba w wieku lat 28 zainwestowałaby 72% swoich pieniędzy w akcje, a ktoś, kto ma 81 lat, tylko 19%). Pod koniec lat 90. zasada ta, podobnie jak wiele innych, uległa wypaczeniu. W 1999 roku popularne poradniki sugerowały, że jeśli masz mniej niż 30 lat, to 95% pieniędzy powinieneś zainwestować w akcje, nawet jeśli twoja tolerancja na ryzyko jest zaledwie „umiarkowana!".**

Jeśli nie pozwoliłeś, aby zwolennicy tych wszystkich rad odjęli 100 od twojego IQ, to powinieneś się zorientować, że coś tu jest nie w porządku. Dlaczego wiek miałby determinować poziom podejmowanego ryzyka? Kobieta w wieku 89 lat, która posiada 3 mln dolarów, sporą emeryturę i gromadkę wnuków, byłaby niezbyt mądra, gdyby większość pieniędzy zainwestowała w obligacje. Ma duże dochody, a wnuki (które odziedziczą po niej akcje), mają przed sobą kilkadziesiąt lat inwestowania. Z drugiej strony, dwudziestopięciolatek, który oszczędza na wesele i zaliczkę na dom byłby

* Poszukiwania w Googlach zwrotu „age and basset allocation" (czyli „wiek a alokacja kapitału") owocują 30 tys. odnośników.

** James K. Glassman i Kelvin A. Hassett, *Dow 36 000: The New Strategy for Profiting form the Coming Rise in the Stock Market* (Times Business, 1999), str. 250.

durniem, gdyby wszystkie pieniądze ulokował w akcjach. Jeśli ceny akcji skoczą w dół, nie będzie miał dochodów z obligacji, które pokryłyby straty.

Poza tym, niezależnie od wieku, może dojść do nagłej sytuacji, w której na spieniężenie akcji można mieć nie 40 lat, ale maksymalnie 40 minut. Przecież możesz niespodziewanie stracić pracę, rozwieść się, zostać inwalidą lub popaść w jakieś inne nieszczęście. Niespodzianki przytrafiają się wszystkim, niezależnie od wieku. Każdy więc, na wszelki wypadek, musi mieć dostęp do gotówki.

I wreszcie, wielu ludzi przestaje inwestować, gdy akcje idą w dół. Psychologowie udowadniają, że bardzo słabo idzie przewidywanie, w jaki sposób w przyszłości zareagujemy na wydarzenia budzące emocje.* Gdy ceny rosną o 15% czy 20% rocznie, jak w latach 80. i 90., łatwo sobie wyobrazić kupno akcji na całe życie, na dobre i na złe. Ale gdy obserwujemy, że każdy zainwestowany dolar kurczy się do 10 centów, trudno oprzeć się tak bezpiecznym walorom, jak obligacje czy gotówka. Zamiast kupić i trzymać akcje, wielu ludzi kupuje drogo, sprzedaje tanio i jedyne, co im w efekcie zostaje to ból głowy. Ponieważ niewielu inwestorów ma tyle ikry, aby trzymać akcje przy spadających cenach, Graham nalega, aby minimum 25% kapitału trzymać w obligacjach. Jego zdaniem, tego rodzaju poduszka bezpieczeństwa dodaje odwagi, aby zainwestować resztę gotówki w akcje nawet wtedy, gdy taka inwestycja wydaje się niekorzystna.

Żeby lepiej sobie radzić z ryzykiem, pomyśl o swojej ogólnej sytuacji życiowej – kiedy się ustabilizuje, kiedy zmieni, i jak to wpłynie na potrzebę posiadania gotówki.

- Jesteśmy sami, czy mamy męża albo żonę? W jaki sposób partner zarabia na życie?
- Czy mamy albo zamierzamy mieć dzieci? Kiedy przyjdzie czas, aby płacić za ich wykształcenie?
- Czy odziedziczymy pieniądze, czy też będziemy ponosić finansową odpowiedzialność za starzejących się rodziców?
- Jakie czynniki mogłyby zaszkodzić naszej karierze zawodowej? (Jeśli pracujesz w banku albo w firmie deweloperskiej, pracy może pozbawić cię podwyżka stóp procentowych. Jeśli w przedsiębiorstwie chemicznym, niepokój mogą budzić rosnące ceny ropy naftowej).

* Fascynujący esej (Daniel Gilbert i Timothy Wilson, *Miswanting*) na temat tego pasjonującego zjawiska psychologicznego znajdziesz na www.wjh.harvard.edu/~dtg/Gilbert_&_Wilson(Miswanting).pdf.

Oba podejścia są równie mądre i oba mogą prowadzić do sukcesu. Ale tylko wówczas, gdy znasz siebie na tyle dobrze, że wybierzesz odpowiedni sposób, będziesz trzymać się go przez całe życie i zapanujesz nad swoimi emocjami oraz nakładami. Rozróżnienie między inwestorem aktywnym i pasywnym, to ze strony Grahama kolejne przypomnienie, że ryzyko finansowe wiąże się nie koniecznie z tym gdzie większość z nas go upatruje czyli w gospodarce lub inwestycjach, ale tkwi ono raczej w nas samych.

Odwaga czy ucieczka?

Od czego ma zatem zacząć inwestor defensywny? Pierwsza z najważniejszych decyzji, to ile ulokować w akcjach, a ile w obligacjach i gotówce (zwróć uwagę, że Graham specjalnie umieszcza tę kwestię po rozdziale o inflacji, czyli po wykazaniu, że inflacja jest jednym z najgorszych wrogów).

Gdy Graham omawia kwestie alokacji kapitału między akcje i obligacje, najbardziej uderza, że ani razu nie pada tu słowo „wiek". To sprawia, że jego rady znacznie różnią się od konwencjonalnych przekonań, że ryzyko inwestycyjne powinno zależeć przede wszystkim od wieku inwestora.* Tradycyjnie, obowiązywała żelazna zasada – odejmij swój wiek od 100 i taki procent swojego kapitału zainwestuj w akcje, a resztę w obligacje i gotówkę (zatem osoba w wieku lat 28 zainwestowałaby 72% swoich pieniędzy w akcje, a ktoś, kto ma 81 lat, tylko 19%). Pod koniec lat 90. zasada ta, podobnie jak wiele innych, uległa wypaczeniu. W 1999 roku popularne poradniki sugerowały, że jeśli masz mniej niż 30 lat, to 95% pieniędzy powinieneś zainwestować w akcje, nawet jeśli twoja tolerancja na ryzyko jest zaledwie „umiarkowana!".**

Jeśli nie pozwoliłeś, aby zwolennicy tych wszystkich rad odjęli 100 od twojego IQ, to powinieneś się zorientować, że coś tu jest nie w porządku. Dlaczego wiek miałby determinować poziom podejmowanego ryzyka? Kobieta w wieku 89 lat, która posiada 3 mln dolarów, sporą emeryturę i gromadkę wnuków, byłaby niezbyt mądra, gdyby większość pieniędzy zainwestowała w obligacje. Ma duże dochody, a wnuki (które odziedziczą po niej akcje), mają przed sobą kilkadziesiąt lat inwestowania. Z drugiej strony, dwudziestopięciolatek, który oszczędza na wesele i zaliczkę na dom byłby

* Poszukiwania w Googlach zwrotu „age and basset allocation" (czyli „wiek a alokacja kapitału") owocują 30 tys. odnośników.
** James K. Glassman i Kelvin A. Hassett, *Dow 36 000: The New Strategy for Profiting form the Coming Rise in the Stock Market* (Times Business, 1999), str. 250.

durniem, gdyby wszystkie pieniądze ulokował w akcjach. Jeśli ceny akcji skoczą w dół, nie będzie miał dochodów z obligacji, które pokryłyby straty.

Poza tym, niezależnie od wieku, może dojść do nagłej sytuacji, w której na spieniężenie akcji można mieć nie 40 lat, ale maksymalnie 40 minut. Przecież możesz niespodziewanie stracić pracę, rozwieść się, zostać inwalidą lub popaść w jakieś inne nieszczęście. Niespodzianki przytrafiają się wszystkim, niezależnie od wieku. Każdy więc, na wszelki wypadek, musi mieć dostęp do gotówki.

I wreszcie, wielu ludzi przestaje inwestować, gdy akcje idą w dół. Psychologowie udowadniają, że bardzo słabo idzie przewidywanie, w jaki sposób w przyszłości zareagujemy na wydarzenia budzące emocje.* Gdy ceny rosną o 15% czy 20% rocznie, jak w latach 80. i 90., łatwo sobie wyobrazić kupno akcji na całe życie, na dobre i na złe. Ale gdy obserwujemy, że każdy zainwestowany dolar kurczy się do 10 centów, trudno oprzeć się tak bezpiecznym walorom, jak obligacje czy gotówka. Zamiast kupić i trzymać akcje, wielu ludzi kupuje drogo, sprzedaje tanio i jedyne, co im w efekcie zostaje to ból głowy. Ponieważ niewielu inwestorów ma tyle ikry, aby trzymać akcje przy spadających cenach, Graham nalega, aby minimum 25% kapitału trzymać w obligacjach. Jego zdaniem, tego rodzaju poduszka bezpieczeństwa dodaje odwagi, aby zainwestować resztę gotówki w akcje nawet wtedy, gdy taka inwestycja wydaje się niekorzystna.

Żeby lepiej sobie radzić z ryzykiem, pomyśl o swojej ogólnej sytuacji życiowej – kiedy się ustabilizuje, kiedy zmieni, i jak to wpłynie na potrzebę posiadania gotówki.

- Jesteśmy sami, czy mamy męża albo żonę? W jaki sposób partner zarabia na życie?
- Czy mamy albo zamierzamy mieć dzieci? Kiedy przyjdzie czas, aby płacić za ich wykształcenie?
- Czy odziedziczymy pieniądze, czy też będziemy ponosić finansową odpowiedzialność za starzejących się rodziców?
- Jakie czynniki mogłyby zaszkodzić naszej karierze zawodowej? (Jeśli pracujesz w banku albo w firmie deweloperskiej, pracy może pozbawić cię podwyżka stóp procentowych. Jeśli w przedsiębiorstwie chemicznym, niepokój mogą budzić rosnące ceny ropy naftowej).

* Fascynujący esej (Daniel Gilbert i Timothy Wilson, *Miswanting*) na temat tego pasjonującego zjawiska psychologicznego znajdziesz na www.wjh.harvard.edu/~dtg/Gilbert_&_Wilson(Miswanting).pdf.

- Jeśli pracujemy na własny rachunek, to ile czasu przeciętnie trwa prowadzenie tej działalności?
- Czy może zaistnieć potrzeba, aby kiedyś zysk z inwestycji zastąpił dochody gotówkowe? (Generalnie osiągniesz to dzięki obligacjom, a nie akcjom).
- Ile pieniędzy, biorąc pod uwagę i zarobki, i wydatki, możesz stracić na inwestycjach?

Jeśli po rozważeniu tych wszystkich czynników czujesz, że jesteś w stanie podjąć wyższe ryzyko związane z posiadaniem większej części akcji, to należysz do tych, którzy według Grahama powinni trzymać w obligacjach lub gotówce minimum 25% kapitału. Gdy już znajdziesz dla siebie docelowy podział procentowy, zmieniaj go tylko wtedy, gdy zmienia się twoja sytuacja życiowa. Nie kupuj kolejnych akcji dlatego, że rynkowe ceny idą w górę. Nie sprzedawaj, gdy ceny spadają. Istota metody Grahama polega na zastąpieniu zgadywanki dyscypliną. Na szczęście, dzięki 401(k) łatwo zarządzać portfelem za pomocą autopilota. Powiedzmy, że dobrze czujesz się z wysokim poziomem ryzyka, gdy 70% twoich aktywów jest ulokowane w akcjach, a 30% w obligacjach. Jeśli ceny akcji pójdą w górę o 25% (a obligacje pozostaną na tym samym poziomie), to będziesz miał w akcjach 75%, a w obligacjach tylko 25%.* Wejdź na stronę 401(k) (albo zadzwoń na bezpłatną infolinię) i sprzedaj tyle akcji, by przywrócić równowagę między akcjami a obligacjami do stosunku 70–30; rzecz w tym, żeby przywracać tę równowagę ze spokojem i cierpliwością – niezbyt często, aby się nie denerwować, ale i niezbyt rzadko, aby nie tracić z oczu swojego celu. Proponuję weryfikować równowagę nie częściej i nie rzadziej niż co pół roku, najlepiej w pewnych stałych ramach czasowych, na przykład w Nowy Rok lub 4 lipca.

Zaleta okresowego przywracania równowagi polega też na tym, że skłania do upraszczania argumentacji stojącej za podejmowanymi decyzjami inwestycyjnymi: – Czy według planu mam więcej czy mniej danych aktywów? I nie wymaga udziału w zgadywankach, co się stanie ze stopami procentowymi, ani czy w najbliższym czasie Dow Jones spadnie na łeb na szyję. Niedługo, prawdopodobnie, niektóre fundusze powiernicze, na przykład T. Rowe Price, wprowadzą usługi automatycznego przywracania równowagi portfela, i wtedy już w ogóle nie trzeba będzie samemu podejmować decyzji.

* Aby uprościć podany przykład, założyliśmy, że akcje podrożały w jednej chwili.

Dlaczego nie 100% w akcje?

Graham radzi, aby nigdy nie lokować w akcjach więcej niż 75% kapitału. Ale czy *wszystkim* należy odradzać inwestowanie wszystkich pieniędzy w akcje? Dla pewnej niewielkiej grupy inwestorów, posiadanie portfela złożonego w 100% z akcji może mieć sens. Należysz do tej grupy, jeśli:
- masz odłożone dość gotówki, aby przez co najmniej rok utrzymać rodzinę,
- zamierzasz utrzymywać inwestycję przez co najmniej 20 lat,
- przeżyłeś bessę, która rozpoczęła się w 2000 roku,
- nie sprzedałeś akcji podczas hossy w 2000 roku,
- dokupiłeś akcji podczas hossy rozpoczętej w 2000 roku,
- przeczytałeś Rozdział 8. tej książki i wdrożyłeś oficjalny plan kontroli zachowań inwestycyjnych.

Jeśli nie należysz do żadnej z tych grup, nie inwestuj wszystkich pieniędzy w akcje. Kto spanikował podczas ostatniej bessy, przy następnej też spanikuje i będzie żałował, że nie zapewnił sobie poduszki bezpieczeństwa w postaci obligacji.

Za i przeciw inwestowaniu dochodów

W czasach Grahama, osoby inwestujące w obligacje, stawały w obliczu dwóch ważnych decyzji: wolne od podatku czy opodatkowane oraz krótkoterminowe czy długoterminowe? Dzisiaj dochodzi trzecia: obligacje czy fundusze obligacji?

Opodatkowane czy wolne od podatku? Jeśli wchodzisz ponad pierwszy próg podatkowy*, powinieneś kupować tylko obligacje nie opodatkowane (municypalne), chyba że kupujesz je na konto emerytalne. W przeciwnym razie, spora część dochodów z obligacji trafi do rąk fiskusa. Jedyne miejsce, na którym można gromadzić opodatkowane obligacje, to 401(k) lub inne chronione przed podatkiem konto, na którym dochodu nie obejmuje żaden podatek, i na którym nie opłaca się trzymać obligacji nie opodatkowanych,

* W roku fiskalnym 2003, najniższy próg podatku federalnego wyniósł, dla osób rozliczających się indywidualnie, 28 400 dolarów, a dla małżonków rozliczających się wspólnie 47 450 dolarów przychodu.

bo one z kolei, z powodu zwolnienia od podatku, przynoszą mniejsze dochody.*

Długoterminowe czy krótkoterminowe? Obligacje i stopy procentowe znajdują się po dwóch stronach wahadła. Jeśli stopy procentowe rosną, spadają ceny obligacji, przy czym ceny obligacji krótkoterminowych spadają wolniej niż długoterminowych. Jeżeli natomiast stopy procentowe spadają, rosną ceny obligacji, i długoterminowe radzą sobie lepiej niż krótkoterminowe.** Aby pogodzić te różnice, można kupować obligacje średnioterminowe (z terminem wykupu od 5 do 10 lat), które nie rosną gwałtownie wraz ze wzrostem stóp procentowych, ale także nie podlegają gwałtownym spadkom. Obligacje średnioterminowe stanowią najłatwiejsze wyjście dla większości inwestorów, ponieważ nie trzeba wtedy uczestniczyć w zgadywance na temat przyszłych zachowań stóp procentowych.

Obligacje czy fundusze obligacji? Ponieważ obligacje sprzedaje się na ogół w pakietach o wartości 10 000 dolarów, a w celu zminimalizowania ryzyka należy zdywersyfikować portfel, kupując co najmniej 10 różnych obligacji, samodzielny zakup obligacji ma sens jedynie wtedy, gdy chcemy zainwestować co najmniej 100 000 dolarów (wyjątek stanowią jedynie obligacje skarbowe, ponieważ są one zabezpieczone przez rząd amerykański).

Fundusze obligacji umożliwiają łatwą i tanią dywersyfikację, a także zapewniają comiesięczne dochody, które można od razu reinwestować w fundusze, bez płacenia prowizji. Dla większości inwestorów, fundusze obligacji stanowią znacznie lepszą okazję niż indywidualny zakup obligacji (nie licząc oczywiście obligacji skarbowych i niektórych obligacji municypalnych). Większość takich firm jak Vanguard, Fidelity, Schwab i T. Rowe Price, mają w ofercie bogate menu funduszy obligacji po niskiej cenie.***

* Dwa dobre kalkulatory pomagające porównać dochody z opodatkowanych i nie opodatkowanych obligacji, znajdują się na stronach www.investinginbonds.com/cgi-bin/calculator.pl i www.lebenthal.com/index_infocenter.html. Aby ocenić, czy obligacje nie opodatkowane są opłacalne, oblicz za pomocą tych kalkulatorów „równowartość zysku opodatkowanego" i porównaj tę wartość z bieżącymi zyskami obligacji skarbowych (http://money.cnn.com/markets/bondcenter albo www.bloomberg.com/markets/C13.html. Jeśli zyski z obligacji skarbowych są większe niż zyski opodatkowane, to nie opłaca się kupować obligacji nie opodatkowanych. W każdym razie zwracaj uwagę na to, że obligacje municypalne i fundusze tych obligacji przynoszą niższe zyski, a ich ceny ulegają większym wahaniom niż ceny większości obligacji opodatkowanych. Poza tym, obecnie wielu Amerykanów przekracza minimalny próg podatkowy, niweluje zyski z obligacji municypalnych.

** Znakomite wprowadzenie do inwestycji w obligacje znajdziesz na http://flagship.vanguard.com/web/planret/AdvicePTIBInvestmentsInvestingInBonds.html#InterestRates. Jeszcze prostszy opis obligacji jest na http://money.cnn.com/pf/101/lessons/7/. Innym sposobem asekurowania się przed ryzykiem związanym z wahaniem stóp procentowych, jest trzymanie portfela obligacji o następującym wkrótce terminie wykupu.

Możliwości inwestycji w obligacje mnożą się jak króliki, warto więc uaktualnić sporządzoną przez Grahama listę. Do 2003 roku, stopy procentowe spadły tak nisko, że inwestorzy są spragnieni zysków, ale mają możliwości poprawiania rentowności bez podejmowania nadmiernego ryzyka.* Wszystkie plusy i minusy znajdziesz w Tabeli 4.1.

A teraz przyjrzyjmy się kilku szczególnym typom inwestycji w obligacje.

Gotówka to nie śmieci

W jaki sposób wycisnąć z gotówki większy zysk? Inteligentny inwestor powinien rozważyć wycofanie się z bankowych certyfikatów depozytowych i rachunków rynku pieniężnego – które ostatnio przynoszą marne zyski – na rzecz którejś z poniższych możliwości:

Papiery skarbowe – jako obligacje rządu USA nie niosą praktycznie żadnego ryzyka, ponieważ Wuj Sam zamiast popaść w długi, może podwyższyć podatki albo dodrukować pieniędzy. Okres wykupu krótkoterminowych weksli skarbowych wynosi 4, 13 lub 36 tygodni. Z powodu tak krótkiego terminu wykupu, przy wzroście stóp procentowych nie tracą na wartości tak bardzo, jak inne dochodowe inwestycje. Ale wzrost stóp procentowych mocno szkodzi długoterminowym obligacjom skarbowym. Generalnie, dochody z obligacji skarbowych są wolne od podatku dochodowego (stanowego, ale nie federalnego). A ponieważ w rękach społeczeństwa znajduje się 3,7 tryliona dolarów, rynek dla długów skarbowych jest praktycznie nieskończony, toteż znalezienie kupca w razie konieczności spieniężenia obligacji przed terminem wykupu, nie nastręcza trudności. Weksle skarbowe oraz krótko- i długoterminowe obligacje, można kupować bezpośrednio od rządu, bez prowizji maklerskiej, na www.publicdebt.treas.gov (więcej na temat zabezpieczonych przed inflacją TIPS znajdziesz w Komentarzu do Rozdziału 2.).

Bony oszczędnościowe – w odróżnieniu od papierów skarbowych są niezbywalne. Nie można sprzedać ich innemu inwestorowi, a jeśli wymieniasz je na gotówkę po okresie krótszym niż pięć lat, tracisz trzymiesięczne odsetki. A zatem przydają się głównie po to, aby „odkładać pieniądze na bok", aby zaspokoić potrzeby finansowe, które pojawią się w przyszłości –

*** Więcej informacji na ten temat znajdziesz na www.vanguard.com, www.fidelity.com i www.troweprice.com.

* Przystępne podsumowanie kwestii inwestycji w obligacje znajduje się na www.aaii.com/promo/20021118/bonds.shtml.

Tabela 4.1. Rozległy świat obligacji

Typ	Termin wykupu	Minimalny zakup	Ryzyko	Ryzyko na wypadek wzrostu stóp procentowych	Łatwość sprzedaży przed terminem	Zwolnienie z podatków stanowych?	Zwolnienie z podatków federalnych?	Baza	Rentowność 31.12.2002
Krótkoterminowe weksle skarbowe	poniżej roku	1000 dol. (D)	nadzwyczaj niskie	bardzo niskie	duża	TAK	NIE	90 dni	1,2
Bony skarbowe	pomiędzy rokiem a 10 latami	1000 dol. (D)	nadzwyczaj niskie	umiarkowane	duża	TAK	NIE	5 lat 10 lat	2,7 3,8
Obligacje skarbowe	powyżej 10 lat	1000 dol. (D)	nadzwyczaj niskie	wysokie	duża	TAK	NIE	30 lat	4,8
Obligacje oszczędnościowe	do 30 lat	25 dol. (D)	nadzwyczaj niskie	bardzo niskie	mała	TAK	NIE	obligacje serii EE kupione po maju 1995	4,2
Świadectwa depozytowe	miesiąc do pięciu lat	zazwyczaj 500 dol.	bardzo niskie; ubezpieczone do 100 000 dol.	niskie	mała	NIE	NIE	średnia roczna	1,5
Fundusze rynku walutowego	397 dni lub mniej	zwykle 2500 dol.	bardzo niskie	niskie	duża	NIE	NIE	średnie opodatkowanie rynku pieniężnego	0,8
Zadłużenie hipoteczne	rok do 30 lat	2000–3000 dol. (F)	generalnie umiarkowane, ale może być wysokie	umiarkowane i wysokie	umiarkowana i mała	NIE	NIE	indeks Lehman Bros. MBS	4,6
Obligacje municypalne	rok do 30 lub więcej	5000 dol. (D); 2000–3000 dol. (F)	generalnie umiarkowane, ale może być wysokie	umiarkowane i wysokie	umiarkowana i mała	NIE	TAK	średnia National Long-Term Mutual Fund	4,3
Akcje uprzywilejowane	nieokreślone	brak	wysokie	wysokie	umiarkowana i mała	NIE	NIE	brak	bardzo zmienne
Obligacje wysoko oprocentowane (śmieci)	siedem do 20 lat	2000–3000 (F)	wysokie	umiarkowane	mała	NIE	NIE	indeks Merrill Lynch High Yield	11,9
Zadłużenie rynków wschodzących	do 30 lat	2000–3000 (F)	wysokie	umiarkowane	mała	NIE	NIE	średnia funduszy obligacji rynków wschodzących	8,8

Źródła: Bankrate.com, Bloomberg, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morningstar, www.savingsbonds.gov

Przypis: D – kupowane bezpośrednio, F – kupowane za pośrednictwem funduszów. „Łatwość sprzedaży przed terminem" ukazuje, do jakiego stopnia można sprzedać obligacje za godziwą cenę przed terminem wykupu. Zazwyczaj łatwiej o to w funduszach niż w inwestycjach samodzielnych. Fundusze rynku pieniężnego mają poręczenie federalne do sumy 100 000 dolarów, o ile bank kupujący należy do FDIC. W innych przypadkach gwarancja obejmuje tylko sumę inwestycji. Federalny podatek dochodowy z obligacji oszczędnościowych jest pobierany dopiero w chwili wykupu. Obligacje municypalne są zwolnione z podatku stanowego przeważnie w tym stanie, w którym zostały wyemitowane.

kupić za kilka lat prezent z okazji jakiejś ceremonii albo zapisać do Harwardu właśnie urodzone dziecko. Są sprzedawane w nominałach 25-dolarowych, wiec idealnie nadają się na podarunki dla wnuków. Atrakcyjny zysk dla inwestorów, którzy mają pewność, że przez najbliższe lata mogą nie ruszać inwestowanej gotówki, stanowią oferowane od niedawna, zabezpieczone przed inflacją, bony z atrakcyjnym dochodem około 4%. Więcej na ten temat na www.savingsbonds.gov.

Nie tylko Wuj Sam

Papiery hipoteczne. Obligacje funduszy, stworzonych wspólnie z tysięcy hipotek w całych USA, wypuszczają takie agencje jak Krajowe Federalne Konsorcjum Hipoteczne albo Krajowe Rządowe Konsorcjum Hipoteczne. Ale ministerstwo finansów USA nie zabezpiecza tych obligacji, dlatego są wyżej oprocentowane i bardziej ryzykowne. Gdy stopy procentowe spadają, listy zastawne generalnie radzą sobie gorzej, ale gdy stopy rosną, szybko pną się w górę (na dłuższą metę, takie wahania raczej się wyrównują i wyższe oprocentowanie okazuje się opłacalne). Vanguard, Fidelity i Pimco prowadzą dobre fundusze listów zastawnych. Ale jeśli makler zaproponuje sprzedaż indywidualnego listu zastawnego albo obligacje hipoteczne kolateralne, to powiedz mu, że śpieszysz się na wizytę u proktologa.

Renta. Te instrumenty, podobne do ubezpieczenia, pozwalają odwlec spłatę podatku i otrzymywać stałe dochody po przejściu na emeryturę. Stałe raty oferują stałe zyski. Natomiast raty zmienne – zmienne zyski. Ale w tym przypadku, defensywny inwestor musi się bronić przed jedną rzeczą,

a mianowicie przed agentami ubezpieczeniowymi, maklerami i doradcami finansowymi, którzy wciskają renty po wysokich cenach. W większości przypadków wysokie koszty rent – w tym także koszty związane z wcześniejszym wycofaniem się z płacenia – przewyższają zyski. Niewiele dobrych rent można kupić. Jeśli taki instrument przynosi przyzwoite zyski sprzedającemu, to istnieje wielkie prawdopodobieństwo, że kupującemu przyniesie zyski mierne. Bierz pod uwagę tylko kupowanie bezpośrednio u dostawcy, po minimalnych kosztach – od Ameritas, TIAA-CREF i Vanguard.*

Akcje uprzywilejowane. Akcje uprzywilejowane to najgorsze instrumenty na świecie. Są niebezpieczniejsze niż obligacje, ponieważ jeśli dojdzie do bankructwa spółki, mają one drugorzędne prawo do roszczeń. Ponadto, oferują mniejszy potencjalny zysk niż akcje zwykłe, zazwyczaj spółki wzywają do wykupu (albo są do tego zmuszane) akcji uprzywilejowanych, gdy spadają stopy procentowe albo rosną ich możliwości kredytowe. W odróżnieniu od odsetek wypłacanych z większości obligacji, firma nie może odjąć od podatku płatności z tytułu akcji uprzywilejowanych. Zadajmy sobie pytanie, po co przedsiębiorstwo działające na tyle prawidłowo, aby w nie zainwestować, płaci sute dywidendy z uprzywilejowanych akcji, zamiast wypuścić obligacje i dostać zwolnienie z podatku? Odpowiedź jest taka, że najprawdopodobniej firma wcale nie działa prawidłowo, rynek jest przesycony jej obligacjami, a do jej akcji uprzywilejowanych należy podchodzić jak do nieświeżej ryby.

Akcje zwyczajne. Na początku 2003 roku krótka wizyta na http://screen.yahoo.com/stocks.html pokazywała, że 115 spółek z indeksu Standard & Poor's 500 wypłacało dywidendy w wysokości 3% i więcej. Żaden inteligentny inwestor, choćby nie wiem jak spragniony zysków, nie kupi akcji tylko z uwagi na ich dywidendy. Firma musi prowadzić solidną działalność, a cena akcji musi być rozsądna. Ale dzięki hossie zapoczątkowanej w 2000 roku, niektóre z akcji radzą sobie lepiej niż obligacje skarbowe. Dlatego nawet najbardziej defensywny inwestor, powinien zdawać sobie sprawę, że wybiórcze dodawanie akcji do portfela złożonego przede wszystkim lub wyłącznie z obligacji, może poprawić jego potencjalną zyskowność.**

* Generalnie, renty zmienne nie stanowią atrakcji dla inwestorów przed pięćdziesiątką, którzy przypuszczają, że po odejściu na emeryturę znajdą się w wyższym przedziale podatkowym albo nie zainwestowali wszystkiego w konta 401(k) lub IRA. Stałe renty (z wyjątkiem TIAA-CREF) mogą zmieniać „gwarantowaną" stopę zysków i narzucać wysokie prowizje. Dogłębną i obiektywna analizę rent znajdziesz w dwóch znakomitych artykułach Waltera Updegrave'a: *Income for Life, Money*, lipiec 2002, str. 89–96 oraz *Annuity Buyer's Guide, Money*, listopad 2002, str. 104–110.

** Więcej o dywidendach z portfela w Rozdziale 19.

ROZDZIAŁ 5

Inwestor defensywny i akcje zwykłe

Zalety inwestycji w akcje zwykłe

W pierwszym wydaniu naszej książki (w 1949 roku), uznaliśmy za konieczne, aby w tym miejscu wstawić obszerne wyjaśnienia, dlaczego we wszystkich portfelach inwestycyjnych powinien znaleźć się duży pakiet akcji*. Generalnie, akcje uchodziły wówczas za instrumenty wybitnie spekulacyjne, a tym samym bardzo mało bezpieczne. Ich ceny dość wyraźnie spadły poniżej maksimów z 1946 roku, ale różnica ta, zamiast przyciągać inwestorów rozsądnymi cenami, wywołała efekt przeciwny, i osłabiła zaufanie do akcji jako papierów wartościowych. Komentowaliśmy też sytuację odwrotną, która ukształtowała się w ciągu następnych 20 lat, kiedy to wysoki wzrost cen akcji sprawił, że wydawały się one inwestycją bezpieczną i bijącą rekordy zyskowności, co w gruncie rzeczy mogło nieść ze sobą wysoki stopień ryzyka.**

Przedstawione w 1949 roku wyjaśnienia na temat akcji, poruszały dwie ważne sprawy. Pierwsza dotyczyła tego, że akcje w znacznej mierze zabezpieczają dolary inwestora przed inflacją, a obligacje nie dają takich zabezpieczeń. W drugiej chodziło o to, że na przestrzeni wielu lat, akcje osiągają większą przeciętną stopę zwrotu. Jest to wynik tego, że przeciętny zysk

* Na początku 1949 roku średni roczny zysk wytwarzany przez akcje z ostatnich 20 lat wynosił 3,1%, a długoterminowe obligacje skarbowe dawały 3,9%. To oznacza, że 10 000 dolarów zainwestowane w akcje przyniosłoby po tym okresie 18 415 dolarów, a z tej samej sumy włożonej w obligacje zrobiłoby się 21 494 dolarów. Oczywiście, rok 1949 okazał się idealny do zakupu akcji. Przez kolejnych 10 lat indeks Standard & Poor's 500 rósł o 20,1% w skali rocznej, co stanowiło jedną z największych stóp zwrotu w dziejach amerykańskich giełd papierów wartościowych.

** Wcześniejsze komentarze Grahama na ten temat ukazały się na stronach 30–31. Wyobraź sobie, co pomyślałby o giełdzie z końca lat 90., kiedy to każde kolejne maksimum osiągane przez giełdowe ceny uchodziło za „dowód", że inwestowanie w akcje stanowi pozbawiony ryzyka sposób na osiągnięcie bogactwa!

z dywidendy przekraczał oprocentowanie dobrych obligacji, jak i tego, że w dłuższych okresach ujawniała się tendencja do wzrostu wartości rynkowej, bo nie podzielone zyski były reinwestowane.

Wprawdzie obie te zalety były bardzo ważne – i w minionych latach inwestycje długoterminowe w akcje osiągały znacznie lepsze wyniki niż obligacje – ostrzegaliśmy jednak uczciwie, że inwestor mógł nie odnieść tych korzyści, jeśli zapłacił za swoje udziały zbyt wysoką cenę. Dotyczyło to oczywiście 1929 roku, a musiało minąć 25 lat, zanim poziom cen giełdowych wspiął się na poziom, z którego spadł w latach 1929–1932*. Od roku 1957, z powodu wysokich cen, akcje znów straciły tradycyjną, zdobywaną dzięki dywidendom, przewagę nad obligacjami**. Dopiero w przyszłości zobaczymy, czy w wpływ inflacji i wzrostu gospodarczego skompensuje ten, nie sprzyjający akcjom, rozwój wypadków.

Dla czytelnika powinno być rzeczą oczywistą, że nie przejawiamy zbytniego entuzjazmu dla akcji, skoro na koniec 1971 roku poziom DJIA sięga 900. Z przedstawionych wcześniej powodów*** wydaje nam się, że defensywny inwestor nie może sobie pozwolić, aby w jego portfelu zabrakło znaczącej części złożonej z akcji, nawet jeśli będzie uważał to rozwiązanie za mniejsze zło – mniejsze niż ryzyko posiadania portfela zawierającego wyłącznie obligacje.

* 3 września 1929 roku indeks DJIA na zamknięcie giełdy wynosił 381,17. Przekroczył ten poziom dopiero w 23 listopada 1954 roku, czyli ćwierć wieku później, osiągając 382,74 (czy deklarując, że zamierzasz trzymać akcje „przez dłuższy czas", zdajesz sobie sprawę, jak długo faktycznie to będzie trwać? I ciekawe, ilu inwestorów, którzy kupili akcje w 1929 roku żyło jeszcze w 1954 roku). Mimo to cierpliwi inwestorzy, którzy reinwestowali swoje dochody, osiągnęli na akcjach przez ten szmat czasu zyski, ponieważ średnie roczne dywidendy wynosiły 5,6%. Według profesorów Elroya Dimsona, Paula Marsha i Mike'a Stauntona z London Business School, gdybyś w 1900 roku, zainwestował w akcje amerykańskich spółek jednego dolara, i wydawał wszystkie pieniądze z dywidend, to do 2000 roku twój portfel rozrósłby się do 198 dolarów. Ale gdybyś reinwestował dywidendy, to twój portfel akcji wart byłby 16 797 dolarów! Tak więc dywidendy stanowią największą siłę inwestycji w akcje.

** Dlaczego „wysokie ceny" miały wpływ na przewagę zdobywaną dzięki dywidendom? O rentowności akcji decyduje stosunek dywidendy w gotówce do ceny akcji. Jeśli przedsiębiorstwo płaci 2 dolary rocznej dywidendy z akcji o cenie 100 dolarów, to rentowność wynosi 2%. Ale jeśli cena podwoi się, a dywidenda zostanie taka sama, to rentowność spadnie do 1%. W 1959 roku, gdy trend dostrzeżony przez Grahama widzieli już wszyscy, większość ekspertów z Wall Street głosiła, że to nie potrwa długo. Nigdy wcześniej akcje nie były mniej rentowne niż obligacje. A skoro akcje stanowią większe ryzyko niż obligacje, to po co człowiek miałby je kupować, jeśli nie z powodu dywidendy, która rekompensuje podwyższone ryzyko? Eksperci przekonywali, że obligacje będą lepszą inwestycją od akcji przez zaledwie kilka miesięcy, a potem wszystko powróci do normy. Minęło mniej więcej 40 lat i „normalność" nie wróciła. Rentowność akcji nadal jest mniejsza niż obligacji.

*** Patrz: str. 62–63 i 90–91.

Zasady prowadzenia części portfela zawierającej akcje

Dobór akcji nie powinien nastręczyć defensywnemu inwestorowi kłopotów. Proponujemy cztery reguły:

1. Akcje powinny być zdywersyfikowane, chociaż nie należy przesadzać. Oznacza to, powiedzmy, nie mniej niż akcje 10 rożnych spółek, a nie więcej niż 30.*

2. Każda z wybranych spółek powinna być duża, szacowna i finansowana w sposób konserwatywny. Chociaż przymiotniki te mają mało precyzyjny zakres, ich ogólny sens jest jasny. Pod koniec rozdziału zostaną zamieszczone dodatkowe uwagi na ten temat.

3. Każda spółka powinna mieć długą historię regularnego wypłacania dywidend (w roku 1971 wszystkie spółki uwzględniane w indeksie DJIA spełniały ten wymóg). Aby być w tej kwestii precyzyjnym, sugerujemy sprawdzenie ciągłości wypłat dywidend od co najmniej 1950 roku**.

4. Inwestor powinien narzucić pewne ograniczenie na ceny płacone za akcje, aby powiązać je z przeciętnymi zyskami z – powiedzmy – siedmiu lat. Sugerujemy, aby limit ten wyznaczyć na poziomie 25 przeciętnych zysków, nie więcej jednak niż 20 zysków za okres ostatnich 12 miesięcy. Taka restrykcja wyeliminowałaby jednak z portfela niemal wszystkie najsilniejsze i najpopularniejsze spółki. W szczególności wykluczałaby całą kategorię „akcji wzrostowych", które od kilku lat były faworytami zarówno spekulantów, jak i inwestorów instytucjonalnych. Musimy zatem przedstawić argumenty, dla których formułujemy tak drastyczne restrykcje.

* Dalsze opinie na temat dywersyfikacji znajdziesz w ramce w Komentarzu do Rozdziału 13. (str. 332).

** Obecnie inwestor powinien nalegać na przedstawienie co najmniej dziesięcioletniej ciągłości wypłat dywidendy (co wyeliminowałoby spośród kandydatów do portfela na przykład najważniejszą spółkę z DJIA, czyli Microsoft, a spośród notowanych w Standard and Poor's 500 pozostałoby 317 spółek). Ale nawet naleganie na przedstawienie dwudziestoletniej ciągłości wypłat nie byłoby przesadą. Według Morgan Stanley w roku 2002 ze spółek notowanych w indeksie Standard and Poor's 500 aż 255 spełniało tę normę.

Akcje wzrostowe i inwestor defensywny

Termin „akcje wzrostowe" stosuje się do akcji spółek, których zyski na akcję zwiększały się w przeszłości w tempie znacznie przekraczającym tempo przeciętne dla giełdy, i można przewidywać, że w przyszłości będą zachowywać się podobnie (niektóre przepisy sugerują, że od prawdziwych akcji wzrostowych należy oczekiwać przynajmniej podwojenia wartości zysków na akcję w ciągu 10 lat, co oznacza wzrost w tempie ponad 7,1% rocznie)*. Oczywiście warto kupować i trzymać tego rodzaju akcje – pod warunkiem, że nie płaci się za nie wygórowanej ceny. Właśnie na tym polega cały problem, ponieważ akcje wzrostowe od dawna sprzedaje się po cenach wysokich w stosunku do zysków bieżących, i jeszcze wyższych w odniesieniu do zysków osiąganych w przeszłości. To sprawia, że operacje akcjami wzrostowymi zawierają spory element spekulacji, i z tego powodu udane inwestycje w te walory, wcale nie są łatwe.

Do wiodących akcji wzrostowych należą udziały w International Business Machines, które przyniosły sowite zyski tym, którzy przed laty kupili je i cierpliwie przechowywali. Zwracaliśmy już jednak uwagę**, że nawet najlepsze akcje straciły 50% ceny rynkowej podczas sześciomiesięcznego spadku w latach 1961–1962, i niemal tyle samo w latach 1969–1970. Niesprzyjająca koniunktura jeszcze bardziej zaszkodziła innym akcjom wzrostowym. W niektórych przypadkach spadły nie tylko ceny akcji, ale i zyski na akcję, co stanowiło dla inwestorów podwójną porażkę. Sztandarowym przykładem mogą być akcje Texas Instruments, które w ciągu sześciu lat wzrosły z pięciu do 256 dolarów (bez wypłaty dywidendy), podczas gdy zyski na akcję wzrosły z 40 centów do 3,91 dolara (zauważmy, że w sposób typowy dla popularnych akcji, cena poszła w górę pięciokrotnie szybciej niż zyski). Jednak dwa lata później, zyski spadły o prawie 50%, natomiast ceny o cztery piąte, do 49 dolarów***.

* „Reguła 72" stanowi wygodny wzór do wyliczania w pamięci. Aby wyliczyć, ile czasu zajmie podwojenie pewnej sumy pieniędzy, trzeba 72 podzielić przez zakładaną stopę wzrostu. Na przykład przy 6% podwojenie pieniędzy potrwa 12 lat (72 dzielone na 6 równa się 12). Przy podawanej przez Grahama stopie 7,1 spółka podwoi swoje zyski po upływie nieco ponad 10 lat (72 dzielone 7,1 daje 10,1).

** Graham mówi o tym na str. 77.

*** Aby pokazać, że spostrzeżenia Grahama nie straciły na aktualności, możemy na miejscu IBM postawić Microsoft, a akcje Cisco na miejscu Texas Instruments. Pomimo 30 lat różnicy sytuacja wygląda uderzająco podobnie. Od 2000 do 2002 roku ceny Microsoftu spadły o 55,7%, a ceny Cisco przez sześć poprzednich lat urosły mniej więcej 50 razy, zaś od 2000 do 2002 roku straciły na wartości 76%. Podobnie, jak w przypadku Texas Instruments, spadek ceny akcji był ostrzejszy niż spadek zysków, które zmalały o 39,2% (od średniej rocznej w okresie lat 1997–1999 do średniej w latach 2000–2002). Jak zwykle, im bardziej chodliwe akcje, tym boleśniejszy spadek.

Na podstawie tych przykładów, czytelnik może lepiej zrozumieć, dlaczego uważamy, że akcje wzrostowe są dla inwestora defensywnego zbyt niepewne i ryzykowne. Naturalnie, jeśli stosownie dobierzemy papiery, kupimy je po odpowiedniej cenie i sprzedamy po dużych zwyżkach, najlepiej tuż przed spadkiem, wtedy można zdziałać cuda. Jednak przeciętny inwestor równie dobrze może liczyć na znalezienie pieniędzy, które rosną na drzewie. Naszym zdaniem, ogół inwestorów powinien raczej wybierać akcje przedsiębiorstw, które są duże i niezbyt popularne, i dlatego dają szansę na lepszy „mnożnik zysków"*, chociaż nie wyglądają zbyt spektakularnie. Zilustrujemy te koncepcję w rozdziale poświęconym doborowi akcji.

Zmiany w portfelu

Obecnie, okresowe sprawdzanie listy posiadanych papierów wartościowych i poddawanie ich przeglądowi, który ma wykazać, czy ich jakość ulega poprawie, stanowi praktykę standardową. Na tym polegają w głównej mierze usługi świadczone przez doradców inwestycyjnych. Niemal wszystkie domy maklerskie są gotowe coś doradzić. Nie pobierają za to osobnej prowizji, bo wystarczy im zysk z prowizji od dokonanych transakcji. Niektóre z nich oferują usługi doradztwa inwestycyjnego w zamian za ustalone honorarium.

Defensywny inwestor powinien, przynajmniej raz w roku, postarać się o taką samą poradę w sprawie zmian składu portfela, jaką uzyskał, gdy dokonywał inwestycji po raz pierwszy. Ponieważ jemu samemu zapewne zabraknie doświadczenia i nie będzie mógł polegać na własnych siłach, powinien zwrócić się do firm – co bardzo ważne – o najlepszej reputacji, bo w przeciwnym razie łatwo może trafić w ręce ludzi niekompetentnych i pozbawionych skrupułów. Tak czy inaczej, zasięgając takiej rady, musi wyjaśnić doradcy, że życzy sobie ścisłego przestrzegania czterech wyżej wymienionych reguł doboru akcji. W nielicznych przypadkach, gdy lista spółek została od początku sporządzona w sposób kompetentny, liczne ani częste zmiany nie będą potrzebne.**

* „Mnożnik zysków" to synonim określenia cena/zysk, który mówi, ile inwestorzy skłonni są płacić za akcje spółki w porównaniu z tym, jaka jest dochodowość działalności, którą prowadzi spółka (patrz przypis w Rozdziale 3. na str. 75).

** Obecnie inwestorzy mają możliwość korzystania z systemów automatycznego monitorowania jakości portfela, czyli z tak zwanych „monitorów portfela", dostępnych na stronach www.quicken.com, moneycentral.msn.com, finance.yahoo.com i www.morningstar.com. Graham jednak ostrzegałby przed korzystaniem wyłącznie z takich narzędzi. Poza tym, zaleca się dokonywanie samodzielnej oceny takiego oprogramowania.

Uśrednienie kosztów nabycia

New York Stock Exchange dołożyła wielu starań aby spopularyzować „plan zakupów miesięcznych", zgodnie z którym inwestor w każdym miesiącu poświęca taką samą nominalną kwotę pieniędzy na zakup akcji jednej lub kilku spółek. Jest to szczególny przypadek „wzoru na inwestowanie", znany pod nazwą *uśrednianie kosztów nabycia*. W warunkach rynku wzrostowego, z którym mieliśmy do czynienia od 1949 roku, taka procedura dawała oczywiście bardzo zadowalające wyniki, zwłaszcza, że chroniła inwestora przed nadmiarem zakupów w niekorzystnych okresach.

Opracowana przez Lucile Tomlinson obszerna analiza „wzorów na inwestowanie"[1], zawiera obliczenia, dotyczące wyników uśredniania kosztów pieniężnych dla grupy akcji, wchodzących w skład indeksu DJIA. Obliczenia sporządzono dla 23 dziesięcioletnich okresów, z których pierwszy kończył się w roku 1929, a ostatni w 1952 roku. W każdym z omawianych okresów, zyski pojawiały się pod koniec dziesięciolecia albo w ciągu pięciu lat od jego zakończenia. Przeciętny zysk na koniec 23 okresów zakupów wyniósł 21,5%, nie licząc otrzymanych dywidend. Nie trzeba dodawać, że w niektórych przypadkach występowała istotna przejściowa deprecjacja wartości rynkowej portfela. Tomlinson kończy omówienie tej super prostej metody inwestycyjnej znamiennym zdaniem: „Jeszcze nikt nie odkrył wzoru inwestycyjnego, którego stosowanie bez względu na zachowanie cen akcji, dawałoby tak dużą pewność końcowego sukcesu, jak uśrednianie kosztów zakupu".

Można mieć obiekcje, że uśrednianie kosztów zakupu – jakkolwiek zasadniczo słuszne – w praktyce jest dość mało realne, ponieważ niewielu ludzi może sobie przez 20 lat, co roku, pozwalać, aby stałą kwotę pieniędzy przeznaczać na zakup akcji. Ale wydaje mi się, że obiekcje te są coraz mniej zasadne, bo obecnie inwestycje w akcje stały się nieodzownym składnikiem każdego uczciwego programu oszczędnościowo-inwestycyjnego. Tak więc dzisiaj, systematyczne przeznaczanie jednakowych kwot na zakup akcji sprawia nie większe trudności psychologiczne i finansowe, niż stałe wpłaty, przeznaczone na obligacje oszczędnościowe USA lub ubezpieczenia na życie. Nawet jeśli miesięczna kwota jest mała, po 20 albo więcej latach, wyniki mogą być imponujące i ważne dla oszczędzającego.

Osobista sytuacja inwestora

Na początku rozdziału wspomnieliśmy o osobistej sytuacji indywidualnego właściciela portfela. Pozwolimy sobie wrócić do tej sprawy i przedstawić ją w świetle omówionej polityki ogólnej. W jaki sposób położenie inwestora wpływa na rodzaj wybieranych przez niego papierów wartościowych? Przedstawmy kilka przykładów osób znajdujących się w bardzo różnych sytuacjach: wdowa, która odziedziczyła 200 000 dolarów na utrzymanie siebie i dzieci; odnoszący sukcesy lekarz, znajdujący się mniej więcej w połowie swojej kariery zawodowej, który zaoszczędził 100 000 dolarów i co roku dokłada do tej kwoty 10 000; młody człowiek, zarabiający 200 dolarów tygodniowo i odkładający 1000 dolarów rocznie.*

Wdowa musi żyć z zysków z inwestycji. Choć istnieje konieczność, aby była to inwestycja konserwatywna. Kompromisem, odpowiadającym naszym generalnym zaleceniom dla inwestora defensywnego, będzie podział funduszy po równo między amerykańskie obligacje rządowe i najlepsze akcje (w składzie portfela mogłoby znaleźć się aż 75% akcji, gdyby wdowa była psychicznie przygotowana na taką decyzję i miałaby pewność, że nie kupuje akcji zbyt drogo. Z pewnością sytuacja z początku 1972 roku nie spełnia tych warunków).

Nie wykluczamy możliwości, że wdowa ma kwalifikacje do tego, aby działać jak inwestor przedsiębiorczy, ale w takim przypadku stawiałaby sobie zupełnie inne cele i stosowała zupełnie inne metody. Tak czy inaczej, pod żadnym pozorem nie może pozwalać sobie na spekulacje i próby „osiągnięcia dodatkowych zysków". Chodzi tu o próby osiągania zysków bez zastosowania odpowiednich środków, które gwarantowałyby stuprocentowy sukces. Nasza wdowa postąpiłaby znacznie rozsądniej, gdyby co roku wycofywała 2000 dolarów z konserwatywnego pakietu na uzupełnienie pieniędzy na życie, zamiast ryzykować połowę jego wartości w przedsięwzięciach niepewnych, a więc spekulacyjnych.

Dobrze prosperujący lekarz nie podlega takiej presji jak wdowa, ale naszym zdaniem, stoi przed podobnym wyborem. Czy ma zamiar poważnie poświęcić się inwestowaniu? Jeśli nie czuje takiej potrzeby, to lepiej aby poprzestał na łatwiejszej roli inwestora defensywnego. Podział jego portfela nie powinien zatem różnić się od podziału wdowy. Także on powinien osobiście zadecydować, jaką część portfela mają stanowić akcje. Roczne oszczędności powinien inwestować w akcje i obligacje w proporcjach odpo-

* Aby uaktualnić liczby podawane przez Grahama, każdą trzeba pomnożyć przez pięć.

wiadających składowi portfela. Przeciętny lekarz częściej decyduje się zostać inwestorem przedsiębiorczym niż przeciętna wdowa. Ma też chyba większe szanse powodzenia. Ale pod pewnym względem jest w gorszej sytuacji: na swoją edukację inwestycyjną i zarządzanie finansami ma mniej czasu. Lekarze słyną z nieudanych inwestycji w papiery wartościowe. To zazwyczaj wynik nadmiernego zaufania do własnej inteligencji i silne pragnienie uzyskania wysokiej rentowności inwestycji. Jednocześnie lekarze nie zdają sobie sprawy, że w tej dziedzinie sukces wymaga zarówno dużej uwagi, jak i nieco profesjonalnego podejścia do zagadnień wartości papierów.

I na koniec młodzieniec, który odkłada 1000 dolarów rocznie i liczy, że jego sytuacja będzie się poprawiać. On również stoi przed takim samym wyborem, chociaż z jeszcze innych powodów. Część jego oszczędności powinna automatycznie iść na obligacje serii E. W tym przypadku odkładana kwota jest tak skromna, że raczej nie warto przyswajać sobie gruntownej wiedzy i narzucać dyscypliny, aby zdobyć kwalifikacje inwestora agresywnego. A zatem, zastosowanie naszego standardowego programu dla inwestora defensywnego, będzie dla niego rozwiązaniem jednocześnie najłatwiejszym i najbardziej logicznym.

Nie powinniśmy jednak ignorować natury ludzkiej. Wielu błyskotliwych młodych ludzi interesuje się finansami, chociaż dysponuje ograniczonymi środkami. Chcą lokować oszczędności inteligentnie i przedsiębiorczo, nawet jeśli dochody z inwestycji są dla nich znacznie mniej ważne niż płace. Takie podejście zasługuje na pochwałę. Dla kapitalisty bardzo korzystne jest rozpoczynanie edukacji finansowej w młodym wieku. Jeśli zamierza działać jako inwestor agresywny, to z pewnością popełni pewne błędy i poniesie straty. Jednak młody wiek pozwala przerwać te rozczarowania i wyciągnąć z nich korzyści. Nowicjusza w dziedzinie inwestowania w papiery namawiamy, aby nie tracił sił i pieniędzy na próby podbicia rynku. Niech lepiej analizuje wartości papierów, a swoje szacunki stosunku ceny do wartości wypróbowuje, inwestując jak najmniejsze sumy.

Tak więc wracamy do stwierdzenia z początku rozdziału: rodzaj kupowanych papierów i oczekiwana stopa zwrotu nie zależy od zasobów finansowych inwestora, lecz od jego wiedzy, doświadczenia i temperamentu.

W kwestii koncepcji ryzyka

Powszechnie uważa się, że dobre obligacje są bezpieczniejsze niż dobre akcje uprzywilejowane, akcje uprzywilejowane zaś wiążą się z mniejszym ryzykiem niż akcje zwykłe. Dlatego spopularyzowało się uprzedzenie do akcji zwykłych, które uchodzą za „niebezpieczne", co pokazała ankieta przeprowadzona w 1948 roku przez Radę Rezerwy Federalnej. Trzeba podkreślić, że słów „ryzyko" i „bezpieczeństwo" w odniesieniu do papierów wartościowych używa się w dwóch różnych znaczeniach, co prowadzi do pewnego zamieszania.

Obligacja okazuje się wyraźnie niebezpieczna, gdy emitent przestaje płacić odsetki lub odmawia terminowego wykupienia. Podobnie, jeśli akcje uprzywilejowane, czy nawet akcje zwykłe, były kupione z nastawieniem, że dana stopa dywidendy będzie stale utrzymywana na tym samym poziomie, obniżenie dywidendy czy odwołanie wypłaty świadczy o tym, że papiery są niebezpieczne. Poza tym, inwestycja jest ryzykowna, jeżeli zachodzi znaczne prawdopodobieństwo, że inwestor będzie musiał sprzedać papiery w okresie, gdy ich cena będzie znacznie niższa od kosztów nabycia.

Często jednak, pojęcie ryzyka wykracza poza te ramy i dotyczy również możliwości spadku ceny, który ma charakter cykliczny lub przejściowy, wówczas, jeśli zachodzi nawet niewielkie prawdopodobieństwo, aby w tym niekorzystnym okresie posiadacz był zmuszony do sprzedaży. Możliwość taka istnieje w przypadku wszystkich papierów, z wyjątkiem amerykańskich obligacji oszczędnościowych. W większym stopniu dotyczy ogółu akcji, niż najstarszych emisji. Jednak, naszym zdaniem, nie mamy tu do czynienia z prawdziwym ryzykiem, to jest ryzykiem w praktycznym sensie tego słowa. Ktoś, kto dysponuje hipoteką na nieruchomości, może ponieść znaczącą stratę, jeśli będzie zmuszony sprzedać ją w niekorzystnym okresie. Tego elementu nie uwzględnia się w ocenie wartości lub ryzyka zwykłych inwestycji hipotecznych, bo jedynym kryterium są tu punktualne spłaty. W taki sam sposób ryzyko związane z normalną działalnością gospodarczą ocenia się pod kątem ewentualności utraty pieniędzy, a nie pod katem tego, co się stanie, jeśli właściciel będzie musiał sprzedać firmę.

W Rozdziale 8. przedstawimy uzasadnienie, że działający w dobrej wierze inwestor nie traci pieniędzy tylko dlatego, że spada wartość rynkowa jego pakietu. Fakt, że może dojść do spadku, nie oznacza, że naprawdę ryzykuje poniesienie straty. Jeżeli, na przestrzeni wielu lat, pakiet prawidłowo wybranych akcji osiąga generalnie satysfakcjonującą stopę zwrotu, to inwestycję tę należy uznać za „bezpieczną". Przez cały ten czas inwestycja podlega wahaniom, i w pewnej chwili na pewno jej wartość będzie niższa od kosztów zakupu. Gdyby z tego powodu można było ją nazwać „ryzykowną", to powinna nosić miano ryzykownej i bezpiecznej jednocześnie. Możemy uniknąć tego zamieszania, jeżeli pojęcie „ryzyko" uznamy wyłącznie za

stratę wartości w chwili faktycznej sprzedaży albo w wyniku znacznego pogorszenia sytuacji spółki, czy też – co zdarza się częściej – gdy akcje zostały zakupione po cenie znacznie wyższej od rzeczywistej wartości.[2]

Spadek wartości dotyczy wielu akcji zwykłych. Ale naszym zdaniem, jeśli inwestujemy w prawidłowo dobraną grupę akcji, tego rodzaju ryzyko jest niewielkie i dlatego nie należy przypinać określenia „ryzykowne" tylko z powodu wahań cen. Jednak ryzyko pojawia się, gdy cena akcji okazała się znacznie wyższa od wartości obliczanej standardowo, nawet jeśli akcje wiele lat po znacznym spadku odzyskają swoją wartość.

W kwestii określenia „spółki duże, szacowne i konserwatywnie finansowane korporacje"

Zacytowany w tytule podrozdziału termin, był użyty wcześniej przy opisie rodzajów akcji, do których inwestor defensywny powinien ograniczać swoje nabytki – o ile oczywiście spółki emitujące te akcje wypłacały dywidendy regularnie od wielu lat. Kryteria określane przymiotnikami zawsze są niejednoznaczne. Gdzie jednak przebiega granica, za którą spółka staje się duża, szacowna i konserwatywnie finansowana? W przypadku tej trzeciej cechy, możemy zaproponować pewną normę, która – jakkolwiek subiektywna – jest zgodna z powszechnie przyjętym sposobem myślenia. Finanse przedsiębiorstwa przemysłowego nie są konserwatywne, jeśli akcje zwykłe (według wartości księgowej), nie stanowią przynajmniej połowy całkowitej kapitalizacji – po wliczeniu zadłużenia bankowego.[3] W przypadku przedsiębiorstw kolejowych i zakładów użyteczności publicznej, ten wskaźnik nie powinien przekraczać 30%.

Słowa „duża" i „szacowna" kojarzą się z wielkością i wiodącą pozycją w branży. O takich przedsiębiorstwach często mówi się „czołowe", a akcje wszystkich innych spółek noszą miano „drugorzędnych", chyba że są to akcje wzrostowe i inwestorzy, poprzez swoje zakupy, zaliczyli je do innej kategorii. Aby wprowadzić nieco więcej konkretów, pozwolimy sobie zasugerować, że w dzisiejszych czasach „duża" firma powinna mieć aktywa o wartości 50 mln dolarów albo obroty z jej działalności powinny osiągać taką samą sumę*. Z kolei za szacowną, można uznać firmę, która znajduje się wśród jednej trzeciej lub jednej czwartej najlepszych firm swojej branży.

Jednak zbytnie upieranie się przy takich kryteriach byłoby niemądre. Stanowią one tylko wskazówkę. Każdy inwestor może na własny użytek zdefiniować określenie „duża" i „szacowna". Z natury rzeczy musi istnieć pewna grupa dużych spółek, których akcje jedni defensywni inwestorzy będą chcieli mieć w portfelu, a inni nie. Dlatego nie ma nic złego ani w dywersyfikacji opinii, ani akcji. Właściwie sytuacja taka wpływa na giełdę uzdrawiająco, ponieważ umożliwia stopniowe przechodzenie akcji z kategorii czołowych do drugorzędnych, i odwrotnie.

* W dzisiejszych czasach firmę można uznać za „dużą", jeśli całkowita wartość akcji (czyli „kapitalizacja rynkowa") wynosi co najmniej 10 mld dolarów. Według internetowego serwisu http://screen.yahoo.com/stock.html, na początku 2003 roku, było do wyboru około 300 przedsiębiorstw tego rodzaju.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 5

Na szczęście człowieka składają się nie tyle wspaniałe uśmiechy fortuny, które zdarzają się rzadko, lecz także drobne korzyści, które przytrafiają się na co dzień.

Benjamin Franklin

Najlepszą obroną jest atak

Dlaczego po takiej giełdowej rzeźni, do jakiej doszło w ostatnich latach, defensywny inwestor miałby inwestować w akcje?

W pierwszej kolejności należy pamiętać, co podkreśla Graham, że defensywny inwestor powinien w mniejszym stopniu polegać na tolerancji na ryzyko, a w większym poświęcać czas i energię na swój portfel. Jeśli postępujesz w odpowiedni sposób, inwestowanie w akcje jest równie łatwe, jak lokowanie pieniędzy w obligacje i gotówkę (jak zobaczymy w Rozdziale 9., kupno udziałów w funduszu indeksowym, nie wymaga więcej zachodu niż poranne ubieranie się).

Można zrozumieć, że z powodu bessy zapoczątkowanej w 2000 roku, ktoś się sparzył i obiecuje sobie, że nigdy więcej nie kupi akcji. Stare tureckie przysłowie mówi: „Jeśli sparzyłeś usta gorącym mlekiem, dmuchasz na jogurt". Ponieważ krach w latach 2000–2002 był naprawdę tragiczny, wielu inwestorów uznało akcje za zbyt ryzykowne. Jednak paradoksalnie, giełdowy krach zniwelował większą część ryzyka. Dawniej giełda była jak gorące mleko, a teraz jest jak jogurt w temperaturze pokojowej.

Z logicznego punktu widzenia, decyzja o zakupie akcji dzisiaj, nie ma nic wspólnego z tym, ile pieniędzy można było stracić kilka lat temu. Gdy ceny akcji są na tyle rozsądne, że można liczyć na przyszły wzrost, trzeba je trzymać niezależnie od tego, jakie straty przyniosły w przeszłości. Tym bardziej, że obecnie zyski z obligacji są niewielkie, co obniża rentowność inwestycji na przyszłość.

Jak widzieliśmy w Rozdziale 3., według historycznych norm, ceny akcji są teraz (na początku 2003 roku) tylko trochę zawyżone. Obligacje przynoszą tak niskie zyski, że inwestor, który kupuje je z powodu bezpieczeństwa,

przypomina palacza, który chroni się przed rakiem płuc, paląc papierosy z niską zawartością substancji smolistych. Choćbyś był inwestorem najbardziej defensywnym – konserwatywnym w rozumieniu Grahama, a nie lubiącym ryzyka w rozumieniu współczesnym – przy takich cenach, przynajmniej część pieniędzy powinieneś ulokować w akcjach.

Na szczęście, jeszcze nigdy defensywnemu inwestorowi nie było tak łatwo kupować akcji. A działający non stop autopilot portfela, który pozwala co miesiąc inwestować wcześniej określoną sumę, chroni przed koniecznością poświęcania życia na wybieranie akcji.

Czy kupować to, co znasz

Na początek przyjrzyjmy się pewnemu przekonaniu, przed którym defensywny inwestor musi zawsze się bronić, w przekonaniu, że akcje można wybierać bez przygotowania. W latach 80. i na początku lat 90., popularnością cieszył się slogan „kupuj to, co znasz". Jego najgorliwszym zwolennikiem był Peter Lynch, który od 1977 roku przez całe lata 90., prowadził Fidelity Magellan i osiągnął najlepsze wyniki, jakie kiedykolwiek osiągnął fundusz powierniczy. Przekonywał, że inwestorzy-amatorzy zachowali umiejętność, o której zapomnieli profesjonaliści, a mianowicie kierowanie się zdrowym rozsądkiem. Jeśli odkryłeś wspaniałą restaurację, znakomity samochód, dżinsy albo pastę do zębów lub zauważyłeś, że w pewnej firmie parking jest zawsze przepełniony albo ludzie pracują długo po tym, jak na antenie pojawia się Jay Leno, to masz do akcji osobiste podejście, którego brakuje zawodowemu analitykowi lub menedżerowi portfela. Zdaniem Lyncha „kupując w ciągu życia samochody lub aparaty fotograficzne, wyrabiasz sobie zdanie, które z nich są dobre, a które złe, które dobrze się sprzedają, a które nie... a co najważniejsze, wiesz o tym wcześniej niż Wall Street."*

Zasada Lyncha – „inwestując w branże i spółki, których działanie rozumiesz, możesz osiągać lepsze wyniki od ekspertów" – ma swoje uzasadnienie, i od lat zyskuje na niej wielu inwestorów. Ale ta zasada działa tylko wtedy, jeśli stosujemy jej dalszy ciąg, czyli „znalezienie obiecującej spółki to dopiero pierwszy krok. W następnej kolejności należy przeprowadzić wnikliwe analizy." Trzeba przyznać Lynchowi, że zawsze podkreślał, aby nigdy nie inwestować w firmę, choćby miała wspaniałe produkty i wiecznie zatło-

* Peter Lynch i John Rothchild, *One Up on Wall Street* (Penguin, 1989), str. 23.

czony parking, bez przeanalizowania jej deklaracji finansowych i bez oceny jej wartości.

Niestety, większość kupujących akcje, ignoruje tę drugą część.

Barbra Streisand, bohaterka inwestycji jednosesyjnych, jest uosobieniem naciągnia zasady Petera Lyncha. W 1999 roku mówiła: „codziennie kupujemy kawę Starbucks, więc kupuję akcje Starbucks". Zapomniała jednak, że można uwielbiać pyszną kawę, ale nie należy zapominać o analizie deklaracji finansowych i upewnieniu się, że ceny akcji nie są jeszcze bardziej zawyżone niż ceny kawy. Niezliczona rzesza inwestorów popełniła ten sam błąd, inwestując w akcje Amazon.com (bo podobała im się ich witryna internetowa), albo w akcje spółek zajmujących się handlem elektronicznym (bo były one ich maklerem on-line).

„Eksperci" również dali się zwieść. W 1999 roku, w wywiadzie telewizyjnym udzielonym CNN, menedżera portfela Kevina Landisa z Firsthand Funds, prowadzący zapytał: – Jak ty to robisz? Dlaczego mnie się to nigdy nie udaje? (Od roku 1995 do roku 1999 fundusz Firsthand Technology Value osiągał zadziwiający wynik 58,2% średniego rocznego zysku). – Ależ oczywiście, że tobie też może się udać – odparł Landis. – Musisz tylko skupić się na tym, co znasz, trzymać się tej branży i rozmawiać z ludźmi, którzy na co dzień w niej pracują.*

Do jeszcze boleśniejszego wypaczenia zasady Lyncha, doszło w branży planów emerytalnych. Bo jeśli masz „kupować to, co znasz", to czy można lepiej inwestować na konto 401(k) niż w akcje własnej firmy? Przecież tam pracujesz, więc wiesz o niej więcej niż ktokolwiek z zewnątrz. Niestety, pracownicy Enronu, Globar Crossingu i WorldCom, którzy czasem wszystkie aktywa emerytalne ulokowali w akcjach swojej firmy i wszystko stracili, zrozumieli, że pracując w firmie, można mieć tylko złudzenie wiedzy.

Psychologowie, na czele z Baruchem Fischhoffem z Carnegie Mellon University, zanotowali niepokojący fakt – zapoznawanie się z jakimś tematem, tylko w niewielkim stopniu redukuje u ludzi skłonność do przesady na temat tego, co rzeczywiście wiedzą.** Dlatego inwestowanie „w to, co

* Kevin Landis w wywiadzie dla programu *In the Money* w CNN, 5 listopada 1999 roku, godz. 11.00. O ile „skupić się na tym, co znasz" można uznać za celną radę, o tyle „musisz tylko" to za mało, aby zapewnić sobie sukces w doborze akcji. Od końca 1999 roku, do końca 2002 roku fundusz Landisa (pełen spółek, które – jak utrzymywał – dzięki swej obecności w Krzemowej Dolinie znał „z pierwszej ręki") stracił 73,2%, czyli średnio więcej, niż inne fundusze spółek zaawansowanych technologii w tym samym okresie.

** Sarah Lichtenstein i Baruch Fischhoff, *Do Those Who Know More Also Know More about How Much They Know?*, *Organizational Behavior and Human Performance*, tom 20, nr 2, grudzień 1977, str. 159–183.

znasz" może być niebezpieczne. Im większą masz wiedzę, tym mniejsze prawdopodobieństwo, że będziesz szukać słabości w danej spółce. Taka szkodliwa forma nadmiernej pewności siebie, nosi nazwę „spaczenie domowe" albo nawyk trzymania się tego, co znane:

- W rękach indywidualnych inwestorów, pozostaje trzy razy tyle akcji lokalnej firmy telekomunikacyjnej, niż wszystkich pozostałych firm telekomunikacyjnych razem wziętych.
- Typowy fundusz powierniczy posiada w swym portfelu więcej akcji spółek, których siedziby znajdują się poniżej 115 mil od siedziby funduszu, niż innych amerykańskich firm.
- Inwestorzy, lokujący kapitał na koncie 401(k) od 25% do 30% kapitału emerytalnego lokują w akcje swojej firmy.*

Krótko mówiąc, „bliższa znajomość" osłabia brak czujności. W wiadomościach telewizyjnych sąsiad, przyjaciel albo rodzic przestępcy, mówi zawsze zszokowanym głosem, że „to był taki spokojny człowiek". Będąc zbyt blisko, przyjmujemy wszystko a priori, nie rozważamy tak, jak w przypadku czegoś, co jest bardziej odległe. Im bardziej znajoma akcja, tym większe prawdopodobieństwo, że defensywny inwestor będzie zbyt leniwy i uzna, że nie musi się gruntownie przygotowywać. Nie pozwalaj sobie na coś takiego.

Czy można samemu?

Na szczęście, dla inwestora defensywnego, który przygotuje się gruntownie przed zgromadzeniem portfela akcji, zapanował prawdziwy złoty wiek. Jeszcze nigdy w dziejach finansów posiadanie akcji nie było tak łatwe i tak tanie.**

Zrób to sam. Za pośrednictwem takich internetowych biur maklerskich, jak www.scharebuilder.com, www.foliofn.com i www.buyandhold.com,

* Patrz: Gur Huberman, *Familiarity Breeds Investment*, Joshua D. Coval i Tobias J. Moskowitz *The Geography of Investments* oraz Gur Huberman i Paul Sengmuller *Company Stock in 401(k) Plans*. Wszystkie artykuły dostępne na http://papers.ssrn.com

** Według Charlesa M. Jonesa, profesora finansów z Columbia Business School, na New York Stock Exchange koszty drobnej, pojedynczej transakcji kupna lub sprzedaży notowanych akcji, spadły z 1,25% w czasach Grahama do 0,25% w 2000 roku. Dla takich instytucji jak fundusze powiernicze, koszty te są nieco wyższe (patrz: Charles M. Jones, *A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs* na http://papers.ssrn.com).

można automatycznie kupować akcje, dysponując nawet niewielką gotówką. Na tych witrynach, za kupno dowolnej z tysięcy dostępnych amerykańskich spółek, płaci się zaledwie 4 dolary. Można inwestować co tydzień, co miesiąc, można reinwestować dywidendy, a nawet przelewać jakąś część pieniędzy z elektronicznego konta bankowego albo z lokaty bankowej. Prowizje za sprzedaż są większe niż za kupno, co ma przypominać, że szybka sprzedaż może prowadzić do zerowych zysków. Natomiast FolioFN, oferuje doskonałe narzędzie do obliczania podatku.

W odróżnieniu od tradycyjnych domów maklerskich i funduszy powierniczych, nie trzeba na dzień dobry inwestować 2000 albo 3000 dolarów, ponieważ te firmy nie narzucają żadnego minimum i są znakomicie dopasowane do początkujących inwestorów, którzy chcą, aby ich portfelem zarządzał autopilot. Trzeba pamiętać, że prowizja w wysokości 4 dolarów od inwestycji, powiedzmy, 50 dolarów, pochłania aż 8%, ale jeśli tylko tyle pieniędzy masz do zainwestowania, to takie biura internetowe są dla ciebie jedyną możliwością budowania zdywersyfikowanego portfela.

Akcje można też kupować bezpośrednio od emitenta. W 1994 roku U.S. American Stock Exchange, złagodziła obowiązujące wiele lat reguły sprzedawania akcji bezpośrednio akcjonariuszom. Na ten fakt zareagowały setki przedsiębiorstw, tworząc internetowe strony umożliwiające zakup akcji bez pośrednictwa maklerów. Do najbardziej pomocnych internetowych źródeł informacji na ten temat należą: www.dripcentral.com, www.netstockdirect.com i www.stockpower.com. Czasami opłaty za taką formę kupna mogą przekroczyć nawet 25 dolarów rocznie. Mimo to, bezpośredni zakup akcji przez Internet jest zwykle i tak tańszy niż biuro maklerskie.

Trzeba jednak pamiętać, że kupowanie przez wiele lat małych pakietów akcji, może spowodować problemy z podatkami. Jeśli nie jesteś w stanie regularnie prowadzić szczegółowych zapisków na temat swoich zakupów, nie kupuj wcale. Poza tym, nie inwestuj tylko w jedną akcję, a nawet w niewielką ilość różnych akcji – jeśli nie możesz postawić na wiele koni, nie stawiaj wcale. Zgodnie z zaleceniem Grahama, inwestor samodzielnie kupujący akcje, na dobry początek powinien nabyć akcje od 10 do 30 różnych spółek, przy czym należy pamiętać, aby nie trzymać się za bardzo jednej branży.* (Więcej na temat samodzielnego doboru portfela akcji, znajdziesz na stronie 115 i w Rozdziałach 11.,14. i 15.).

* Aby łatwiej ocenić, czy posiadasz akcje wystarczająco zdywersyfikowane między różne branże, możesz użyć darmowej funkcji Instant X-Ray na www.morningstar.com albo zasięgnąć branżowej informacji na www.standardandpoors.com.

Jeśli zdałeś się na internetowego autopilota portfela, a okazuje się, że musisz prowadzić operacje częściej niż dwa razy do roku – albo poświęcasz na to godzinę lub dwie miesięcznie – dzieje się coś złego. Nie pozwól, aby łatwość i precyzja korzystania z Internetu zamieniły cię w spekulanta. Defensywny inwestor prowadzi w wyścigu – i wygrywa – siedząc w miejscu.

Odrobina pomocy. Defensywny inwestor może nabyć akcje także za pośrednictwem maklera dyskontowego, doradcy finansowego lub w biurze maklerskim świadczącym pełen zakres usług. W przypadku kupowania u maklera dyskontowego, większość pracy związanej z wyborem akcji, inwestor musi wykonać sam. Wskazówki Grahama pomagają stworzyć portfel wymagający minimum zachodu, przy maksymalnych stałych zyskach. Jeśli natomiast inwestor nie ma czasu lub nie interesuje go to, powinien zatrudnić kogoś do wybrania akcji albo funduszy powierniczych. Jednak jednego obowiązku w żadnym razie nie może zlecić komu innemu. Absolutnie nikt nie może go wyręczyć od sprawdzenia (przed przekazaniem jakichkolwiek pieniędzy), czy doradca jest godny zaufania i czy narzuca rozsądną prowizję (więcej wskazówek w Rozdziale 10.).

Zlecanie. Dla inwestora defensywnego, najlepszym sposobem wejścia w posiadanie akcji bez samodzielnego opracowywania polityki portfelowej, są fundusze inwestycyjne. Stosunkowo niewielkim kosztem może kupić zdywersyfikowany i dopasowany portfel, który dobierają i nadzorują profesjonaliści. Najlepsze fundusze – z portfelami akcji uwzględnianych w indeksach – nie wymagają praktycznie żadnego nadzorowania. Fundusze oparte o indeksy, są jak inwestycje w stylu Ripa Van Winkle, i bardzo mało prawdopodobne, aby doprowadziły do strat lub zaskakujących sytuacji nawet, gdybyś wzorem leniwego rolnika, zasnął na 20 lat. Fundusze te są spełnieniem marzeń defensywnego inwestora. Więcej szczegółów w Rozdziale 9.

Zapełnianie dziur

Chociaż rynki finansowe codziennie załamują się i wyrównują, defensywny inwestor może zapanować nad tym chaosem. Niechęć do aktywnego inwestowania, i nie udawanie, że potrafisz przewidywać przyszłość, to twój największy oręż. Zlecając autopilotowi wszystkie decyzje inwestycyjne, nie masz złudzeń, że jesteś w stanie przewidzieć, jak akcje zachowają się, i niezależnie od sytuacji giełdowej, nie poddajesz się jej wpływom.

Jak zauważa Graham, „uśrednianie kosztu dolara" umożliwia regularne inwestowanie określonej sumy pieniędzy. Co tydzień, co miesiąc albo co rok

kupujesz walory niezależnie od tego, czy ceny rosną, spadają czy stoją w miejscu. Każdy fundusz inwestycyjny albo firma maklerska, może automatycznie w twoim imieniu przelewać pieniądze tak, abyś nie musiał wypisywać czeku ani mieć poczucia, że dokonujesz jeszcze jednej płatności.

„Uśrednianie kosztu dolara" najlepiej sprawdza się w przypadku inwestycji w portfel jednostek funduszy indeksowych, w których każda akcja i obligacja jest warta posiadania. W ten sposób, nie tylko unikasz zgadywanek na temat rozwoju sytuacji giełdowej, ale także nie musisz oceniać, które branże, akcje i obligacje są najlepsze.

Powiedzmy, że możesz oszczędzić 500 dolarów miesięcznie. „Uśredniając koszt dolara" w tylko trzech funduszach indeksowych – 300 w taki, który ma wyłącznie akcje spółek amerykańskich, 100 w taki, który inwestuje w spółki zagraniczne i 100 w taki, który stawia na obligacje USA – masz pewność, że jesteś posiadaczem cząstki prawie wszystkich przedsiębiorstw na świecie, w które warto inwestować.* Miesiąc w miesiąc, punktualnie jak w zegarku, kupujesz nowe walory. Jeśli ceny giełdowe akurat zniżkują, za ustaloną wcześniej sumę pieniędzy kupujesz więcej akcji niż w poprzednim miesiącu. Jeśli ceny wzrosły, kupujesz mniej akcji. Zdając się na autopilota, unikasz lokowania pieniędzy na giełdzie w chwili, gdy jest to najbardziej kuszące (i niebezpieczne), i nie kupujesz po krachu, gdy inwestowanie staje się znacznie tańsze (i pozornie bardziej „ryzykowne").

Według Towarzystwa Ibbotson, wiodącej firmy badającej finanse, jeśli na początku września 1929 roku zainwestowałeś 12 000 dolarów w akcje z indeksu Standard and Poor's 500, to po 10 latach zostało ci z nich tylko 7223 dolarów! Ale jeśli zacząłeś od drobnych 100 dolarów i co miesiąc inwestowałeś taką samą sumę, to do sierpnia 1939 roku miałeś już w sumie 15 571 dolarów! Zdyscyplinowane kupowanie ma ogromną moc – nie straszna mu była wielka recesja ani najgorsze bessy wszechczasów.**

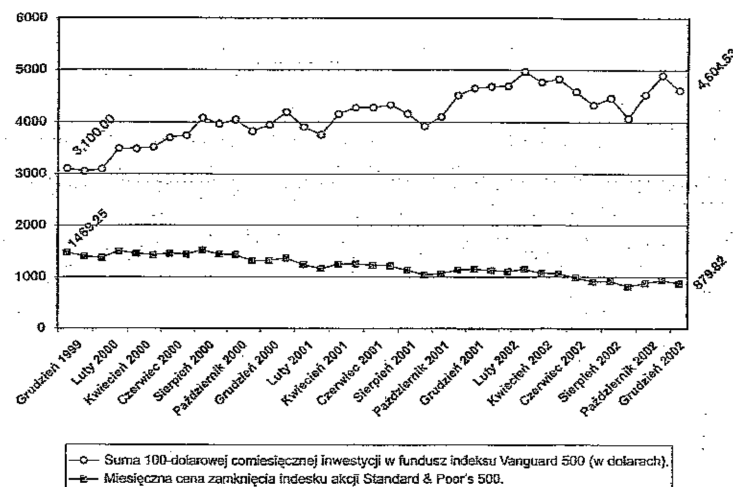
Tabela 5.1. pokazuję magię działania „uśredniania kosztu dolara" podczas bess bardziej nam współczesnych.

A najważniejsze, gdy już wprawisz w ruch autopilota swojego portfela, w którym dominują fundusze indeksowane, na wszystkie pytania dotyczące sytuacji giełdowej możesz odpowiadać tak, jak życzyłby sobie tego każdy defensywny inwestor: „Nie wiem i nie interesuje mnie to". Jeśli ktoś, za-

* Więcej argumentów, przemawiających za inwestowaniem części kapitału w spółki zagraniczne, znajdziesz na str. 176–177.

** Źródło: arkusz kalkulacyjny dostarczony przez Towarzystwo Ibbotson. Chociaż indywidualny inwestor nie mógł kupować akcji z indeksu Standard & Poor's 500 aż do 1976 roku, to przykład ten dowodzi, że opłaca się kupowanie mimo spadków.

Tabela 5.1. Liczy się każdy drobiazg



Od końca 1999 do końca 2002 roku indeks Standard and Poor's spadał bezlitośnie. Ale jeśli w tym samy okresie otworzyłeś rachunek w funduszu indeksowym z minimalną inwestycja 3 tys. dolarów i co miesiąc dopłacałeś 100 dolarów, to z wpłaconej sumy 6600 dolarów straciłeś 30,2%, czyli znacznie mniej niż wynosił średni giełdowy spadek w wysokości 41,3%. Ponadto, dzięki stałym zakupom po niższych cenach, twoje zyski poszybują w górę, gdy rynek wróci do równowagi.
Źródło: The Vanguard Group

pyta, czy obligacje przyniosą więcej niż akcje, odpowiadasz po prostu: „Nie wiem i nie interesuje mnie to". Bo przecież kupujesz automatycznie i jedne, i drugie. Co będzie po Microsofcie? „Nie wiem i nie interesuje mnie to". Gdy jakieś akcje będą na tyle dobre, aby je posiadać, fundusz indeksowy je kupi, a ty na nich skorzystasz. Czy w przyszłym roku spółki zagraniczne będą miały się lepiej od amerykańskich? „Nie wiem i nie interesuje mnie to. Jeśli pójdą w górę, ja na tym zyskam, jeśli spadną, po niższych cenach będę mógł kupić więcej".

Dzięki autopilotowi nie tylko możesz mówić „nie wiem i nie interesuje mnie to", ale także uwalniasz się od poczucia, że musisz prognozować zachowanie rynku i pozbywasz się iluzji, że jest to możliwe. Świadomość, jak niewiele wiadomo o przyszłości i akceptacja swojej niewiedzy, to najsilniejszy oręż defensywnego inwestora.

Rozdział 6

Polityka portfela inwestora przedsiębiorczego: ujęcie negatywne

Inwestor „agresywny" powinien zachować się tak samo, jak inwestor defensywny, a zatem podzielić swoje środki między najlepsze obligacje i najlepsze akcje, kupowane po rozsądnych cenach.* Jest przygotowany do inwestowania także w inne papiery wartościowe, ale za każdym razem potrzebuje przekonującego uzasadnienia swojego odstępstwa od punktu wyjścia. Systematyczne omówienie tematu nastręcza wiele trudności, bo nie ma żadnego, jednoznacznego lub wzorcowego, schematu agresywnych operacji giełdowych. Pole działania jest tu szerokie – decyzja o wyborze nie powinna zależeć tylko od indywidualnych kompetencji i możliwości wyposażenia inwestora, ale w równej mierze od jego zainteresowań i preferencji.

Powstrzymywanie się – to najbardziej przydatna, ogólna rada dla inwestora przedsiębiorczego. Wysokooprocentowane akcje uprzywilejowane, powinien zostawić inwestorom instytucjonalnym. Lepiej też, aby unikał obligacji i uprzywilejowanych akcji, jeśli nie może ich kupić po cenie naprawdę okazyjnej, czyli co najmniej 30% niższej w przypadku instrumentów z wysokim kuponem, a jeszcze korzystniejszej w przypadku niższego kuponu**. Zakup obligacji rządów zagranicznych – nawet o atrakcyjnej zyskowności – niech pozostawi innym. Powinien też wystrzegać się wszelkiego ro-

* Tutaj Graham dopuścił się pewnego przejęzyczenia. W Rozdziale 1. nalegał, że definicja „przedsiębiorczy" inwestor zależy nie od wysokości podejmowanego ryzyka, ale od ilości pracy, którą ma on zamiar włożyć, a tutaj wraca do powszechnie stosowanej definicji, że inwestor przedsiębiorczy jest bardziej „agresywny". Niemniej jednak z dalszej części rozdziału jasno wynika, że trzyma się swojej pierwotnej definicji (prawdopodobnie pierwszą osobą, która uznała termin „przedsiębiorczy" za synonim analitycznej inwestycji był wspaniały brytyjski ekonomista John Maynard Keynes).

** „Instrumenty z wysokim kuponem" to obligacje firm oprocentowane powyżej średniej (a więc w przypadku współczesnych giełd przynajmniej na 8%) albo akcje uprzywilejowane z dużymi dywidendami (przynajmniej 10%). Jeśli spółka, aby pożyczyć pieniądze, musi dać wyższe oprocentowanie, to wyraźny sygnał, że inwestycja ma charakter ryzykowny. Więcej na temat obligacji wysokooprocentowanych, czyli obligacji-śmieci, na stronach 142–144.

dzaju nowych emisji, także obligacji zamiennych oraz akcji uprzywilejowanych, które wydają się kuszące, i zwykłych akcji spółek mogących się wykazać znakomitymi zyskami, lecz tylko w dość krótkim okresie.

W przypadku typowych inwestycji w obligacje, agresywny inwestor postąpi właściwie, jeśli będzie brał pod uwagę zalecenia skierowane do defensywnego kolegi, i w swoim wyborze ograniczy się do wysoko oprocentowanych emisji podlegających opodatkowaniu (obecnie można znaleźć oprocentowane na $7^1/_4$%), oraz do dobrych obligacji nie opodatkowanych, które w przypadku odleglejszych terminów wykupu dają do 5,3%*.

Obligacje drugorzędne i akcje uprzywilejowane

Ponieważ pod koniec 1971 roku, można znaleźć pierwszorzędne obligacje spółek przynoszące $7^1/_4$%, a nawet więcej, nie ma większego sensu kupować papierów drugorzędnych tylko dlatego, że są wyżej oprocentowane. W ciągu minionych dwóch lat, spółki o stosunkowo słabej pozycji kredytowej przekonywały się, że publiczna sprzedaż „zwykłych obligacji" – tzn. nie zamienialnych – w ich przypadku jest praktycznie niemożliwa. Z tego powodu, zaciągały dług na finansowanie działalności, sprzedając obligacje zamienne (lub z dołączonymi warrantami), i z tego powodu zaliczają się do innej kategorii. Wniosek jest taki, że praktycznie wszystkie niżej klasyfikowane obligacje niezamienne, zaliczają się do emisji dawniejszych, które są sprzedawane z dużym rabatem. W przyszłości ich wartość może znacznie wzrosnąć, jeśli nastąpi korzystna zmiana sytuacji, czyli poprawa wiarygodności kredytowej spółek i obniżenie ogólnych stóp procentowych.

Jednak nawet, mimo rabatu i wynikającej z niego szansy na zyski, drugorzędne obligacje muszą rywalizować z lepszymi papierami. W 1970 roku niektóre dobrze asekurowane obligacje z oprocentowaniem „w starym stylu" (od $2^1/_2$% do 4%), sprzedawano po około 50 centów za dolara. Przykłady: American Telephone & Telegraph z wykupem w 1986 roku po $2^5/_8$ dolara sprzedawano za 51 centów; Atchison Topeka & Santa Fe RR po 4, z wykupem w 1995 roku po 51 centów; McGraw-Hill po $3^7/_8$, z wykupem w 1992 roku za $50^1/_2$.

* Równowartość oprocentowania z początku 2003 roku, wynosiła około 5,1% w przypadku obligacji spółek i 4,7% w przypadku dwudziestoletnich obligacji municypalnych, nie obciążonych podatkiem. Aktualne wartości można znaleźć na www.bondsonline.com/asp/news/composites/html, www.bloomberg.com/markets/rates.html oraz www.bloomberg.com/markets/psamuni.html.

A zatem, w sytuacji z końca 1971 roku, przedsiębiorczy inwestor, który kupiłby dobrej jakości obligacje z dużym rabatem, uzyskałby wszystko, czego mu trzeba – zarówno pod względem zysku, jak i szansy na aprecjację.

W książce tej zakładamy, że każda w przeszłości opisana i zmierzona sytuacja giełdowa, może wystąpić w przyszłości. Powinniśmy więc zastanowić się, jaką politykę mógłby przyjąć agresywny inwestor, gdyby ceny i oprocentowanie dobrych papierów wróciły do dawnej normy. Dlatego, przedrukujemy tutaj poczynione w tej kwestii spostrzeżenia z wydania w 1965 roku, gdy odsetki od dobrej jakości obligacji wynosiły 4$^{1}/_{2}$%.

Teraz trzeba powiedzieć o drugorzędnych papierach, które można spotkać z odsetkami sięgającymi 8%, a nawet więcej. Największa różnica, między najlepszymi a drugorzędnymi obligacjami polega na tym, jaka wielokrotność zysków spółek mieści się w wysokości odsetek. Na przykład, na początku 1964 roku, oprocentowane na 5% obligacje od zysku linii kolejowych Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad, sprzedawano po 68 i przynosiły 7,35% zysku. Ale w 1963 roku, zyski w porównaniu z odsetkami, były tylko półtora razy wyższe, a według naszego kryterium, dla bezpiecznych obligacji linii kolejowych, powinny być wyższe pięć razy.[1]

Wielu inwestorów, kupuje tego rodzaju instrumenty, ponieważ „potrzebuje zysku" i nie może pogodzić się ze skromnym oprocentowaniem najlepszych papierów. Doświadczenie jasno pokazuje, że kupowanie niezbyt bezpiecznych obligacji lub uprzywilejowanych akcji wyłącznie z powodu atrakcyjnej zyskowności, jest niemądre (słowo „wyłącznie" sugeruje, że papiery są sprzedawane bez rabatu, a więc bez szans na znaczny wzrost wartości inwestycji). Gdy są kupowane po pełnej cenie – czyli zaledwie kilka punktów poniżej 100%* – powstaje duże prawdopodobieństwo, że w przyszłości posiadacz będzie miał do czynienia ze spadkiem ich notowań. Tego typu papiery są bardzo podatne na spadki, gdy przychodzi kryzys działalności albo tylko pojawia się zła sytuacja giełdowa. Wypłaty odsetek i dywidend bywają zawieszane albo rodzi się niepewność, czy będą wypłacane, a cena spada nawet wtedy, gdy działalność spółki przynosi całkiem dobre wyniki.

Konkretnym przykładem, ilustrującym niższą jakość papierów wartościowych, będzie podsumowanie zachowania ceny grupy 10 *obligacji od zysków,* wyemitowanych przez linie kolejowe w latach 1946–1947. Należą do nich wszystkie te, które w 1946 roku sprzedawano po 96% i więcej, a ich maksima cenowe wynosiły średnio 102$^{1}/_{2}$ ceny nominalnej. Rok później, średnie ceny całej grupy spadły do 68%, czyli w bardzo krótkim czasie straciły jedną trzecią wartości rynkowej. Co ciekawe, w 1947 roku, linie kolejowe osiągały wyższe zyski niż w roku 1946. Dlatego znaczny spadek cen ich akcji stał w sprzeczności z wynikami działalności i odzwierciedlał ogólną wyprzedaż panującą na giełdzie. Trzeba jednak zwrócić uwagę, że spadek tych obligacji od zysku, był proporcjonalnie większy niż spadek akcji zwykłych z listy spółek przemysłowych Dow Jones (około 23%). Oczywiście, nabywca tych obligacji, który zapłacił powyżej 100% wartości nominalnej, nie mógł liczyć na korzyści z dalszego wzrostu na giełdzie papierów wartościowych. Jedyną atrakcyjną cechą tych instrumentów, było oprocentowanie rzędu 4,25% (przy 2,50% obligacji najwyższej jakości, miały przewagę 1,75% rocznie). Jednak dalszy rozwój sytuacji szybko i wyraźnie pokazał, że za trochę wyższe odsetki roczne, nabywca zapłacił zwiększonym ryzykiem znacznej utraty wartości całej inwestycji.

* Nowszy przykład, wyraźnie ilustrujący twierdzenie Grahama znajdziesz na str. 143–144.

Powyższy przykład, kieruje naszą uwagę na popularną pułapkę, znaną jako „inwestycja biznesmena". Chodzi tu o zakup papierów, przynoszących wyższe zyski niż instrumenty wysokiej jakości, i które wystawiają na stosunkowo wyższe ryzyko. Zgoda na ewentualną utratę wartości inwestycji, w zamian za jeden czy dwa procent dodatkowego zysku rocznie, to kiepski interes. Gdy chcesz brać na siebie pewne ryzyko, musisz mieć pewność, że jeśli wszystko pójdzie dobrze, osiągniesz ze swojej inwestycji naprawdę wysoki zysk. Dlatego zakup obligacji oprocentowanych na poziomie 5,5% czy 6% po wartości nominalnej, jest niemal zawsze błędem. Ta sama emisja po cenie 70% nominału, byłaby bardziej rozsądna – a inwestor, który okaże cierpliwość, z pewnością kupi ją na tym poziomie.

Drugorzędne obligacje i akcje uprzywilejowane, charakteryzują się dwiema cechami, o których inteligentny inwestor zawsze musi pamiętać. W okresach ostrych spadków cen giełdowych, cierpią niemal wszyscy. Jednak duży odsetek akcji, odzyskuje swoje ceny i w końcu „pracuje jak należy". Dotyczy to nawet uprzywilejowanych (kumulowanych) akcji spółek, które przez wiele lat nie wypłacają dywidend. W rezultacie depresji lat 30., na początku kolejnego dziesięciolecia, pojawiło się sporo tego typu papierów. W okresie powojennego ożywienia gospodarczego w latach 1945–1947, w wielu przypadkach wielkie kwoty skumulowanych odsetek, były wypłacane w gotówce albo w nowych papierach. Często też, zwracano podstawową kwotę inwestycji. W efekcie ludzie, którzy kilka lat wcześniej kupili akcje, gdy nikt ich nie chciał i były wyprzedawane za bezcen, osiągnęli duże zyski.[2]

Może się zdarzyć, że w ostatecznym rozrachunku wyższe odsetki z drugorzędnych papierów, wynagradzają niemożliwą do odzyskania stratę

wartości podstawowej kwoty inwestycji. Innymi słowy inwestor, który kupuje tylko takie papiery, po oferowanych cenach, w dłuższym okresie może na tym wyjść równie dobrze – albo nawet lepiej – niż ktoś, kto ograniczał się tylko do papierów najwyższej jakości.[3]

Jednak w praktyce, kwestia ta nie ma większego znaczenia, ponieważ nabywca papierów drugorzędnych, niezależnie od wyniku swojej inwestycji, jest narażony na zmartwienia i dyskomfort, gdy ceny jego walorów spadają. Ponadto, nie może kupić ich tyle, aby zapewnić sobie „uśrednione" zyski, nie ma też możliwości przeznaczenia części zysku na równoważenie czy też „zamortyzowanie" strat, które nie okażą się przejściowe lecz permanentne. I wreszcie, rozsądniej jest powstrzymać się od kupowania papierów po 100% wartości nominalnej, jeśli z długich doświadczeń wynika, że podczas kolejnej bessy będzie je można kupić za 70% albo nawet mniej.

Zagraniczne obligacje rządowe

Nawet mało doświadczeni inwestorzy, zdają sobie sprawę, że od 1914 roku, inwestycje w zagraniczne obligacje rządowe mają złą historię. Nic dziwnego, skoro od tamtej pory były dwie wojny światowe, a między nimi światowy kryzys gospodarczy o bezprecedensowej skali. Jednak, co kilka lat, pojawiają się warunki sprzyjające dopuszczeniu do sprzedaży kilku nowych emisji zagranicznych obligacji, po cenach bliskich nominalnym. Zjawisko to, wiele mówi o funkcjonowaniu umysłu przeciętnego inwestora – i to nie tylko w kwestiach obligacji.

Nie mamy żadnego konkretnego powodu do zamartwiania się o przyszłość cieszących się szacunkiem obligacji zagranicznych, takich jak australijskie czy norweskie. Ale nie mamy cienia wątpliwości, że w razie jakichś kłopotów, posiadacz zagranicznych obligacji nie ma ani prawnych, ani żadnych innych środków, egzekwowania swoich roszczeń. Osoby, które w 1953 roku kupiły obligacje Republiki Kuby, oprocentowane na $4^1/_2$ i zapłacili za nie aż 117% ceny nominalnej, najpierw nie otrzymywali odsetek, a potem, w 1963 roku, sprzedawali je po zaledwie 20 centów za dolara. W tym samym roku, w tabeli obligacji NYSE znalazły się, również oprocentowane na $5^1/_4$, obligacje belgijskiego Kongo po 36% ceny nominalnej, Grecji z odsetkami 7% po 30 i różne emisje polskich obligacji po zaledwie 7% ceny nominalnej. Ilu czytelników ma jakiekolwiek pojęcie o zmiennych losach ośmioprocentowych czechosłowackich obligacji, które po raz pierwszy zostały zaoferowane w tym kraju w 1922 roku po $96^1/_2$% ceny nominalnej? W 1928 roku

ich cena wzrosła do 112, w 1932 roku spadła do $67^3/_4$, w 1936 roku podskoczyła do 106, w 1939 roku spadła do 6, w 1946 roku wspięła się (nie do wiary!) na poziom 117, po czym do 1948 roku szybko spadła do 35, a w 1970 roku można je było kupić po zaledwie 8!

Przed wielu laty przedstawiono, przemawiający za zakupem obligacji zagranicznych argument, zgodnie z którym, taki bogaty kredytodawca jak nasz kraj, ma moralny obowiązek pożyczać pieniądze zagranicy. Teraz dotknęła nas „zemsta po latach", bo m.in. musimy zmagać się z własnymi problemami bilansowymi, których przyczyny przypisywane są na przykład temu, że amerykańscy inwestorzy skuszeni nieco większym zyskiem na dużą skalę, kupowali zagraniczne obligacje. Przez wiele lat poddawaliśmy w wątpliwość, czy takie inwestycje są atrakcyjne z punktu widzenia nabywców, a teraz powinniśmy dodać, że gdyby zrezygnowali z takich okazji, skorzystaliby na tym i oni, i kraj.

O nowych emisjach ogólnie

Wydawałoby się, że należy unikać prób przedstawiania ogólnych twierdzeń dotyczących wszystkich nowych emisji, które mogą być bardzo różne pod względem jakości i atrakcyjności. Z pewnością, w każdej sformułowanej regule znalazłby się wyjątek. My wysuwamy tylko jedno zalecenie: wszyscy inwestorzy powinni podchodzić do nowych emisji ostrożnie. Oznacza to, że przed dokonaniem zakupu, nowe papiery trzeba starannie przeanalizować i poddać surowej próbie.

Za tym ostrzeżeniem, przemawiają dwa argumenty. Po pierwsze, nowo emitowane papiery są niezwykle umiejętnie sprzedawane, a to wymaga szczególnej odporności na techniki handlowe.* Po drugie, większość akcji nowych emisji, sprzedaje się przy „korzystnych warunkach rynkowych", co należy rozumieć jako „korzystnych dla sprzedającego", a dla nabywcy – w efekcie – trochę mniej**.

* Zwykle akcje nowych emisji – inaczej pierwotna oferta publiczna – przeważnie są sprzedawane z „gwarantowanym rabatem" 7% w odróżnieniu od prowizji akcji starych emisji, która zazwyczaj nie przekracza 4%. Jeśli Wall Street zarabia na czymś nowym dwa razy tyle, co na starym, to nowe musi sprzedawać się gorzej.

** Niedawno profesor Owen Lamont, z University of Chicago, i profesor Paul Schultz z University of Notre Dame wykazali, że firmy tak wybierają termin wystawienia nowych akcji w ofercie publicznej, aby przypadał on na okres maksymalnych cen giełdowych. Specjalistyczne omówienie tych spraw znajdziesz w *Evaluating Value Weighting: Corporate Events and Market Timing* Lamonta i *Pseudo Market Timing and Long-Run Performance of IPOs* Schultza, dostępnych na http://papers.ssrn.com.

Powyższe rozważania, nabierają znaczenia, gdy przechodzimy od najwyższej jakości obligacji do papierów drugorzędnych, i w końcu do zwykłych akcji. Dawniej, znaczną cześć finansów, spółki uzyskiwały w ten sposób, że wykupywały istniejące obligacje po cenie wykupu i zastępowały je nowymi, niżej oprocentowanymi. Większość tych papierów, należała do kategorii obligacji wysokiej jakości i akcji uprzywilejowanych. Kupowały je przeważnie instytucje finansowe, które dzięki wysokim kwalifikacjom chroniły swoje interesy. Dlatego, starannie wyliczano oferowaną cenę, aby dopasować ją do bieżącego oprocentowania podobnych papierów, a na ostateczny rezultat nie miała wpływu umiejętna sprzedaż. Oprocentowanie stopniowo malało, i w końcu nabywcy zaczęli płacić za te papiery zbyt wysoką cenę, która często na giełdzie szybko spadała. Jest to tylko jeden z aspektów, ogólnej tendencji do sprzedaży wszelkich typów nowych papierów wartościowych w warunkach najkorzystniejszych dla emitenta. Jednak, w przypadku papierów wysokiej jakości, negatywne skutki odczuwane przez nabywcę są raczej nieprzyjemne niż groźne.

Sytuacja wygląda trochę inaczej, gdy analizujemy obligacje niższej jakości i akcje uprzywilejowane, sprzedawane w latach 1945–1946 i 1960–1961. Tutaj wyraźniej widać wpływ agresywnej sprzedaży, ponieważ większość takich papierów kupowali niedoświadczeni inwestorzy indywidualni. Wszystkie oferty charakteryzowało to, że źle wypadały, jeśli poddano ocenie wyniki spółki na przestrzeni wielu lat. Gdyby zakładać, że cały czas będą osiągać obecne wyniki, i nie dojdzie do żadnych poważniejszych potknięć, to większość tych akcji rzeczywiście wyglądała bezpiecznie. Zapewne z takiego założenia wychodziły banki, które sprzedawały te akcje, a sami sprzedawcy nie musieli wkładać wiele wysiłku, aby do takiej hipotezy przekonać siebie i swoich klientów. Tak czy inaczej, jest to nierzetelne podejście do inwestowania i najprawdopodobniej okaże się kosztowne.

W okresach hossy, duża liczba prywatnych przedsiębiorstw zamienia się w spółki z udziałami notowanymi na giełdzie. Tak działo się w latach 1945–1946 i to samo zaczęło się w roku 1960. Proces ten osiągnął nadzwyczajne rozmiary, a w maju 1962 roku zakończył się w katastrofalny sposób. Później, jak zwykle, nastąpił czas „zaklinania się, że nigdy więcej", a w latach 1967–1969 cała tragikomedia powtórzyła się od początku.*

* Przez dwa lata, od czerwca 1960 roku do maja 1962 roku, akcje wystawiło po raz pierwszy w publicznej ofercie ponad 850 spółek, czyli więcej niż jedna dziennie. Pod koniec 1967 roku, rynek pierwotny uległ rozgrzaniu, a w 1969 roku pojawiła się zadziwiająca liczba 781 nowych akcji. Taki nadmiar przyczynił się do bessy z 1969 roku, i z lat 1973–1974. W 1974 roku, rynek pierwotny był tak pusty, że przez cały rok sprzedano akcje tylko dziewięciu nowych spółek.

Nowe oferty akcji zwykłych

Poniższe akapity są przedrukowane w niezmienionej formie z wydania z 1959 roku. Zostały jednak opatrzone komentarzem.

Finansowanie za pomocą akcji zwykłych, przybiera dwie różne formy. W przypadku spółek już notowanych na giełdzie, nowe akcje są oferowane dotychczasowym udziałowcom w liczbie proporcjonalnej do posiadanych akcji. Cenę subskrypcyjną ustala się poniżej aktualnej ceny rynkowej i już same „prawa" do subskrypcji, mają pewną wartość pieniężną*. Sprzedaż nowych akcji, prawie zawsze gwarantuje co najmniej jeden bankowy dom inwestycyjny, ale emitent ma nadzieję, że wszystkie akcje zostaną sprzedane za pośrednictwem praw do subskrypcji. A zatem, sprzedaż dodatkowych akcji spółek notowanych, nie wymaga ze strony firm dystrybucyjnych, odwoływania się do aktywnych form sprzedaży.

Z drugą formą mamy do czynienia wtedy, gdy do obrotu publicznego trafiają udziały przedsiębiorstwa, które do tej pory było prywatne. Sprzedaż większości z tych akcji, odbywa się kosztem kontroli, ale pozwala zebrać gotówkę dzięki sprzyjającej sytuacji giełdowej oraz zdywersyfikować sposoby finansowania firmy (jak już wcześniej zostało wspomniane, gdy na działalność zbiera się nowe pieniądze, często sprzedaje się akcje uprzywilejowane). Działalność taka, odbywa się według ściśle określonego schematu, który zgodnie z naturą giełd papierów wartościowych, musi sprowadzać na inwestorów wiele strat i rozczarowań. Niebezpieczeństwo wynika zarówno z charakteru finansowanej w ten sposób działalności, jak i z sytuacji giełdowej, która umożliwia tego typu finansowanie.

Na początku wieku, wprowadzono do obrotu publicznego sporą część naszych czołowych przedsiębiorstw. Wraz z upływem czasu, liczba najlepszych

W 1975 roku, światło dzienne ujrzały akcje tylko 14 firm. Ale niedobór pomógł w rozkręceniu hossy z lat 80., kiedy to na giełdzie wystartowało około 4000 nowych przedsiębiorstw. Ten nadmiar entuzjazmu wpłynął na krach z 1987 roku. W latach 1988–1990, cykl powtórzył się, i na rynku pierwotnym znów świeciło pustkami. Braki przyczyniły się do hossy z lat 90., a wtedy Wall Street wróciła do przyjmowania nowych spółek i na rynku pierwotnym pojawiło się niemal 5000 akcji nowych firm. Później, w 2000 roku, bańka pękła i w 2001 roku, w ofercie pierwotnej, wystawiono udziały tylko 88 spółek, czyli najmniej od 1979 roku. Za każdym razem, gdy inwestorzy zapalali się do ofert pierwotnych, na kolejne dwa lata ich entuzjazm wygasał, a później wszystko, jak zwykle, zaczynało się od nowa. Będą oni podlegać takim maniakalno-depresyjnym cyklom tak długo, jak długo istnieją giełdy papierów wartościowych. Podobno w 1825 roku, podczas pierwszego w Ameryce boomu na rynku pierwotnym, w tłumie spekulantów próbujących kupić udziały Bank of Southwark zmiażdżono na śmierć człowieka. Najbogatsi wynajmowali zbirów, którzy wpychali się na początek kolejki. Trzeba tu dodać, że do 1829 roku, akcje te straciły na wartości około 25%.

* Graham opisuje tu ofertę, w której inwestora mającego już udziały jakiejś spółki, prosi się o wyłożenie dalszych pieniędzy, aby utrzymać dotychczasowy poziom udziałów. W Europie, taka forma finansowania nadal jest powszechna, ale w Stanach Zjednoczonych – jeśli nie liczyć funduszy zamkniętych – stała się rzadkością.

przedsiębiorstw, które pozostawały w rękach prywatnych właścicieli, stale malała. Akcje zwykłe zaczęły emitować coraz mniejsze firmy. Pechowo, w tym samym czasie, ogół nabywców akcji preferował duże firmy i zdradzał uprzedzenie wobec mniejszych. Podczas hossy to uprzedzenie – podobnie jak inne – znacznie straciło na sile. Duże i szybkie zyski z akcji wystarczyły, aby osłabić krytyczne spojrzenie i wyostrzyć instynkt zdobywania. W tym okresie okazywało się, że znaczna liczba prywatnych przedsiębiorstw osiąga znakomite wyniki – chociaż większość z nich nie wypadałaby tak imponująco, gdyby przejrzeć ich rezultaty z, powiedzmy, poprzednich 10 lat.

Gdy zebrać razem wszystkie te elementy, pojawia się następujący wniosek: mniej więcej w środku hossy emitowane są akcje. Mają dość atrakcyjne ceny i pierwsi nabywcy osiągają dzięki nim znaczne zyski. Gdy na giełdzie utrzymuje się wzrost, coraz częściej wykorzystuje się tę formę finansowania, jakość firm stale maleje, ceny skaczą pod niebiosa. Jedną z oznak zbliżającej się bessy jest fakt, że nowe akcje małych i nie notowanych firm, wystawia się po cenach wyższych od aktualnego poziomu cen średnich spółek, które od dawna są na giełdzie (tutaj trzeba dodać, że tylko niewielką część tych akcji, sprzedają duże i szacowne banki).*

Nieostrożni inwestorzy i sprzedające akcje firmy, które gotowe są sprzedawać wszystko, co przynosi zysk – to mogło prowadzić tylko do jednego – do załamania cen. W wielu przypadkach, akcje nowych emisji, tracą 75% i więcej, w stosunku do ceny sprzedaży. Sytuację tę pogarsza jeszcze wspomniany wcześniej fakt, że inwestorzy odnoszą się z niechęcią do akcji małych spółek, które w chwilach beztroski tak chętnie kupują. A zatem, ceny wielu papierów wartościowych, spadają poniżej rzeczywistej wartości o tyle, o ile za wysoko były wyceniane w trakcie sprzedaży.

Jednym z podstawowych wymogów, stawianych inteligentnemu inwestorowi, jest umiejętność przeciwstawienia się mydlącym oczy sprzedawcom, którzy podczas hossy oferują nowe akcje. Nawet jeśli wśród takich papierów uda się znaleźć jeden czy dwa, które przechodzą surowe próby jakości i wartości, to angażowanie się w podobne przedsięwzięcia jest złą polityką. Oczywiście, sprzedawca będzie powoływał się na podobne akcje, które odniosły na rynku spore sukcesy – m.in. takie, które spektakularnie poszły w górę jeszcze w dniu sprzedaży. Wszystko to, składa się na atmosferę spekulacji. To zbyt łatwe pieniądze. Jeśli na jednego zarobionego w ten sposób dolara, straciłeś tylko dwa, to miałeś dużo szczęścia.

* W czasach Grahama, najbardziej prestiżowe banki niechętnie zajmowały się ofertą publiczną spółek, bo taką działalność uznawano za haniebne naciąganie naiwnych inwestorów. Za to u szczytu boomu na oferty pierwotne, w 1999 roki i 2000 roku, największe na Wall Street banki inwestycyjne, łapczywie rzucały się na obsługę emisji akcji. Szacowne firmy zapomniały o swojej powściągliwości i zachowywały się jak walczący w błocie pijani zapaśnicy, wciskając złaknionym inwestorom akcje po zawyżonych cenach. Przedstawiony przez Grahama proces oferty pierwotnej to klasyka, której lektura powinna być obowiązkowa na zajęciach z etyki bankowej... o ile coś takiego istnieje.

Niektóre z tych papierów mogłyby być znakomitymi zakupami – ale za kilka lat, gdy już nikt ich nie będzie chciał i można je będzie kupić za ułamek rzeczywistej wartości.

W wydaniu z 1965 roku, dalsza część naszej analizy tego tematu wyglądała następująco:

Trudno analizować szerokie aspekty zachowania giełdy po 1949 roku, w oparciu o długoletnie doświadczenia, ale dzieje nowych papierów wartościowych przebiegały dokładnie według starego schematu. Wątpliwe, czy wcześniej oferowano tak wiele nowo wyemitowanych akcji, tak niskiej jakości, i w tak niepewnych cenach jak w latach 1960–1962.[4] Zdolność giełdy, do szybkiego otrząśnięcia się po takiej katastrofie, to zjawisko doprawdy nadzwyczajne i przywodzi na myśl dawno zapomniane wspomnienia o podobnej niewzruszalności rynku, z jaką mieliśmy do czynienia w 1925 roku, gdy doszło do silnego załamania w branży nieruchomości na Florydzie.

Czy zatem musi dojść do nawrotu szaleństwa z nowymi emisjami, zanim obecna hossa zacznie dobiegać końca? Kto wie. Pewne jest tylko to, że inteligentny inwestor nie zapomni, co wydarzyło się w 1962 roku i pozwoli innym, aby na tym polu osiągnęli szybkie zyski, a później ponieśli potężne straty.

W wydaniu z 1965 roku, po powyższych akapitach, przedstawiliśmy „przerażający przykład", mianowicie sprzedaż udziałów Aetna Maintenance Co. po 9 dolarów w listopadzie 1961 roku. Zgodnie z typowym schematem, akcje szybko wzrosły do 15 dolarów, ale rok później spadły do $2^3/_8$, a w roku 1964 do $^7/_8$ dolara. Dalsza historia tej spółki, potoczyła się w sposób niezwykły i stanowi przykład pewnych dziwnych transformacji, które w ostatnim czasie miały miejsce w wielkim i drobnym biznesie amerykańskim. Zainteresowany czytelnik, znajdzie starszą i nowszą historię tego przedsiębiorstwa w Dodatku 5.

Przytoczenie jeszcze gorszych przykładów z lat 1967–1970, czyli nowszej wersji „tej samej starej historii", nie nastręcza żadnych trudności. Nic tak trafnie nie przedstawia naszej tezy, jak firma AAA Enterprises, która akurat znajdowała się na pierwszym miejscu *Stock Guide*, czyli przewodnika opracowanego przez Standard & Poor's. W 1968 roku, akcje AAA trafiły do publicznej sprzedaży po 14 dolarów. Szybko zdrożały do 28, ale na początku 1971 roku, notowano je zaledwie po 25 centów (a nawet ta cena była zawyżona, bo spółka znajdowała się w beznadziejnej kondycji i właśnie rozpoczęła w sądzie postępowanie upadłościowe). Z historii tej spółki można, ku przestrodze, nauczyć się tak wielu tak ważnych rzeczy, że szczegółowe omówienie zostawiliśmy sobie na dalszą część książki – Rozdział 17.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 6

Ciosy, których unikasz, uodparniają cię.

Angelo Dundee, trener bokserski

I dla agresywnego, i dla defensywnego inwestora równie ważne jak to, co robi, jest to, czego nie robi. W tym rozdziale Graham przedstawił listę „zakazów" dla agresywnego inwestora. Oto lista przystosowana do dzisiejszych czasów.

Wysokie procenty?

Wysoko oprocentowane obligacje, zwane dawniej „obligacjami drugiej kategorii", a dzisiaj po prostu „obligacjami śmieciowymi", budziły u Grahama natychmiastowy sprzeciw. W jego czasach, dywersyfikacja pozwalająca unikać ryzyka wynikającego z zaniechania, była zbyt kosztowna i niewygodna* (ramka na str. 143–144 pokazuje, jak zgubne może być zaniechanie, i jak nawet „wyrafinowani" profesjonaliści beztrosko kupują tylko jeden rodzaj obligacji). Ale dzisiaj istnieje ponad 130 funduszy, wyspecjalizowanych w wysoko oprocentowanych obligacjach. Kupują je hurtowo i trzymają u siebie bardzo różne. Łagodzą narzekania Grahama w kwestii trudności z dywersyfikacją (niemniej jednak, jego niechęć do wysokooprocentowanych obligacji pozostaje aktualna, ponieważ nie istnieją tanie i powszechnie dostępne metody, ograniczenia związanego z nimi ryzyka).

Od 1978 roku 4,4% średniej rocznej rentowności obligacji wysokooprocentowanych, stało się normą, lecz mimo to, roczne zyski wynoszą 10,5%

* Na początku lat 70., gdy Graham pisał te słowa, istniało najwyżej dziesięć funduszy zajmujących się wysoko oprocentowanymi obligacjami, i prawie wszystkie narzucały prowizję sięgającą 8,5%. Niektóre nawet kazały inwestorowi płacić za reinwestowanie comiesięcznych dywidend.

w porównaniu z 8,6% z dziesięcioletnich obligacji skarbowych.* Niestety, większość tych funduszy narzuca wysoką prowizję. Takie obligacje dobre są dla emerytów, którzy szukają dodatkowych dochodów uzupełniających comiesięczną pensję i są w stanie tolerować chwilowe zmiany wartości. Jeśli pracujesz w banku lub innej instytucji finansowej, to ostry wzrost stóp procentowych może ograniczyć ci podwyżkę płac albo nawet zagrozić zwolnieniem z pracy, dlatego fundusze obligacji wysokooprocentowanych, które zazwyczaj lepiej sobie radzą, gdy rosną stopy niż inne fundusze, mogą stanowić rozsądną przeciwwagę do konta 401(k). Jednak fundusze obligacji wysokooprocentowanych, to dla inteligentnego inwestora tylko jedna z opcji.

Bolesny świat obligacji WorldCom

Kupowanie obligacji, tylko z uwagi na oprocentowanie, to jak zawieranie małżeństwa tylko ze względu na seks. Gdy mijają pierwsze zachwyty małżonków albo posiadaczy obligacji, zaczynają oni zadawać sobie pytanie: „Co jest głębiej?". A gdy odpowiedź brzmi „nic", jedni i drudzy mają złamane serca.

9 maja 2001 roku, WorldCom Inc., sprzedał największy pakiet obligacji w dziejach amerykańskich korporacji za 11,9 mld dolarów. Do najgorliwszych zwolenników 8,3% zysku należeli: California Public Employees' Retirement System, jeden z największych na świecie funduszy emerytalnych; Retirement Systems of Alabama, którego menedżerowie wyjaśniali potem, że „wysoka rentowność" była „w chwili zakupu bardzo atrakcyjna" oraz Strong Corporate Bond Fund, którego jeden z menedżerów był tak zafascynowany zyskownością WorldCom, że ogłosił: „Otrzymujemy znacznie więcej niż ryzykujemy"[1].

Ale wystarczyło tylko poświęcić kilka sekund, na przejrzenie prospektu emisyjnego obligacji WorldCom, aby dojść do wniosku, że ich jedyna atrakcja, to oferowane odsetki. I nic poza tym. W dwóch minionych pięciocleciach przychody (zyski przed odprowadzeniem działki do Urzędu Skarbowego), były mniejsze od stałych kosztów (odsetek płaconych posiadaczom obligacji) o, bagatela, 4,1 mld dolarów. WorldCom pokrywał ten deficyt, zaciągając kredyty bankowe. A teraz, wypuszczając ogromny pakiet obligacji, podniósł swoje zobowiązania wobec posiadaczy obligacji

* Edward I. Altman i Gaurav Bana, *Defaults and Returns on High-Yield Bonds*, dokumenty badawcze, Stern School of Business, New York University, 2002.

o kolejne 900 mln dolarów![2] Podobnie jak pan Creosote z *Sensu życia Monty Pythona,* który objadał się aż poczuł się niedobrze.

Nie ma tak wysokich odsetek, które zrównoważyłyby inwestorom ryzyko takiego przedsięwzięcia. Przez kilka miesięcy, obligacje WorldCom przynosiły owe 8%. Ale jak przewidziałby Graham, odsetki te nie były niczym zabezpieczone:

- w lipcu 2002 roku, WorldCom wystąpił o upadłość,
- w sierpniu 2002 roku, przyznał, że przecenił swoje zyski o ponad 7 mld dolarów[3],
- gdy firma nie była w stanie płacić odsetek, obligacje straciły ponad 80% pierwotnej wartości.

[1] Patrz: www.calpers.ca.gov/whatshap/hottopic/worldcom_faqs.htm i www.calpers.ca.gov/whatsnew/press/2002/0716a.htm; sprawozdanie kwartalne Retirement Systems of Alabama z 31 maja 2001 roku; www.rsa.state.al.us/investments/quarterly_report.htm oraz John Bender, menedżer Strong Corporate Bond Fund, cytowany w www.businessweek.com/magazine/content/01_22/b3734118.htm.

[2] Liczby te pochodzą z prospektu WorldCom, dotyczącego oferty obligacji. Zostały zaksięgowane 11 maja 2001 roku i można je zobaczyć na www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html (w okienku „company name" należy wpisać „WorldCom"). Nawet bez dzisiejszej wiedzy, że zyski WorldCom zostały znacznie zawyżone, dla Grahama taka oferta byłaby zatrważająca.

[3] Dokumentację dotyczącą upadku WorldCom znajdziesz na www.worldcom.com/infodesk.

Portfel wódka i burrito

Graham nie uważał obligacji zagranicznych, za coś lepszego niż obligacje wysokooprocentowane.* Ale obecnie, różne obligacje zagraniczne, mogą się wydać atrakcyjne inwestorom, którzy są w stanie znieść podwyższone ryzyko. Pewnie ponad 10 funduszy specjalizuje się w obligacjach emitowanych przez kraje rozwijające się (zwane kiedyś „krajami trzeciego świata"), na przykład Brazylię, Meksyk, Nigerię, Rosję lub Wenezuelę. Żaden inwestor o zdrowych zmysłach, nie postawi na takie papiery więcej niż 10% kapitału swojego portfela. Ale fundusze obligacji krajów rozwijających się, rzadko zachowują się tak, jak amerykańskie giełdy i dlatego należą do tych nielicznych inwestycji, które nie spadają tylko dlatego, że spada indeks Dow. Dają więc odrobinę pocieszenia wtedy, gdy jest ono najbardziej potrzebne.*

* Nie krytykował zagranicznych obligacji lekkomyślnie, ponieważ przez kilka lat, na początku swojej kariery zawodowej, pracował jako nowojorski agent reprezentujący pożyczkobiorców z Japonii.

Śmierć inwestora

Jak widzieliśmy w Rozdziale 1., inwestowanie jednoseryjne – trzymanie akcji tylko przez kilka godzin – to jeden z najlepszych wynalazków na finansowe samobójstwo. Niektóre z operacji przynoszą zysk, większość powoduje straty i tylko makler korzysta niezależnie od sytuacji.

Również własna gorliwość do sprzedawania lub kupowania akcji, może zaniżyć twoje zyski. Ktoś, kto uparł się na kupno jakiejś akcji, łatwo zaproponuje 10 centów powyżej ostatniej ceny, zanim sprzedawca wystawi swoje akcje na sprzedaż. Ten dodatkowy koszt, którego nie wykazują żadne rachunki maklerskie, nazywa się „wpływem na giełdę". Jeśli napaliłeś się na kupno 1000 akcji i podniesiesz proponowaną cenę o zaledwie 5 centów, obciążasz się niewidzialnym, ale całkiem realnym kosztem 50 dolarów. W innej sytuacji, gdy panikujący inwestorzy, palący się do sprzedaży akcji, obniżają cenę poniżej ostatniego poziomu, „wpływ na giełdę" także się pojawia.

Koszty spekulacyjne tną zyski niczym ostre nożyczki. Kupowanie „gorących" akcji w małych pakietach, może kosztować od 2% do 4% (albo od 4% do 8%, gdy jest to operacja kupna i sprzedaży).** Jeśli inwestujesz w akcje 1000 dolarów, to zanim na dobre zaczniesz, możesz stracić nawet 40 dolarów. Gdy będziesz chciał je sprzedać, pokryjesz kolejnych 4%kosztów operacyjnych.

I jeszcze jedno. Gdy spekulujesz, a nie inwestujesz, zamieniasz długoterminowe zyski (opodatkowane maksimum 20%) w zwyczajny dochód (opodatkowany maksimum 38,6%).

* Do tanich i dobrze prowadzonych funduszy obligacji krajów rozwijających się, należą Fidelity New Markets Income Fund i T. Rowe Price Emerging Markets Bond Fund. Więcej informacji na ten temat znajdziesz na www.fidelity.com, www.troweprice.com i www.morningstar.com. Nie kupuj jednostek funduszów obligacji krajów rozwijających się, jeśli roczne koszty operacyjne przekraczają 1,25% lub jeśli pobierane są opłaty wstępne, które mają zniechęcać inwestorów do trzymania ich przez okres krótszy niż trzy miesiące.

** Najpewniejszym źródłem kosztów maklerskich, jest Plexus Group of Santa Monica z Kalifornii i ich witryna internetowa www.plexusgroup.com. Plexus przekonuje, że tak jak przeważająca część góry lodowej leży pod powierzchnią oceanu, tak większość kosztów maklerskich jest niewidoczna. Niezorientowani inwestorzy są przekonani, że jeśli koszty transakcji są niewidoczne, to znaczy, że są niskie. A cena operacji akcjami na NASDAQ, jest dla indywidualnych inwestorów znacznie wyższa niż obrót akcjami notowanymi na New York Stock Exchange (patrz przypis str. 127.).

Summa summarum, aby inwestor, kupując i sprzedając akcje, wyszedł na zero, musi uzyskać 10% zwrotu. To się może udać. Ale tylko szczęśliwym trafem. Na dłuższą metę, nie sposób utrzymać stałej koncentracji uwagi i koszmarnego stresu, jakie wiążą się z takimi operacjami.

Próbowały tysiące ludzi i efekty są wyraźne: im więcej operacji, tym mniejsze zyski.

Profesorowie finansów, Brad Barber i Terrance Odean, z University of California, przejrzeli konta inwestycyjne 66 000 klientów dużej firmy maklerskiej. Od 1991 roku do 1996 roku, klienci wykonali ponad 1,9 mln operacji. Zgodnie z badaniami, ludzie ci uzyskiwali średnio powyżej 0,5 punktu procentowego więcej niż przeciętna giełdowa, ale bez uwzględnienia kosztów operacyjnych. Natomiast po uwzględnieniu kosztów operacyjnych, najaktywniejsi – którzy co miesiąc wymieniali ponad 20% swojego portfela – byli gorsi od przeciętnej giełdowej o 6,4 punktu procentowego. Za to najcierpliwsi – którzy operowali mniej niż 0,2% kapitału swojego portfela – zwyciężali w cuglach ze średnią giełdową, nawet po uwzględnieniu wysokich kosztów transakcji. Zamiast oddawać dużą cześć swoich zarobków maklerom i fiskusowi, niemal wszystko zatrzymywali dla siebie. Przyjrzyj się tym wynikom w na Ilustracji 6.1.

Lekcja jest oczywista. Nie rób nic, tylko stój z boku i patrz. Czas, aby wszyscy zrozumieli, że termin „inwestor długoterminowy" to „masło maślane". Nie ma innych inwestorów niż inwestorzy długoterminowi. Ktoś, kto nie umie przetrzymać akcji dłużej niż kilka miesięcy, skazany jest na rolę ofiary, a nie zwycięzcy.

Kto pierwszy ten lepszy

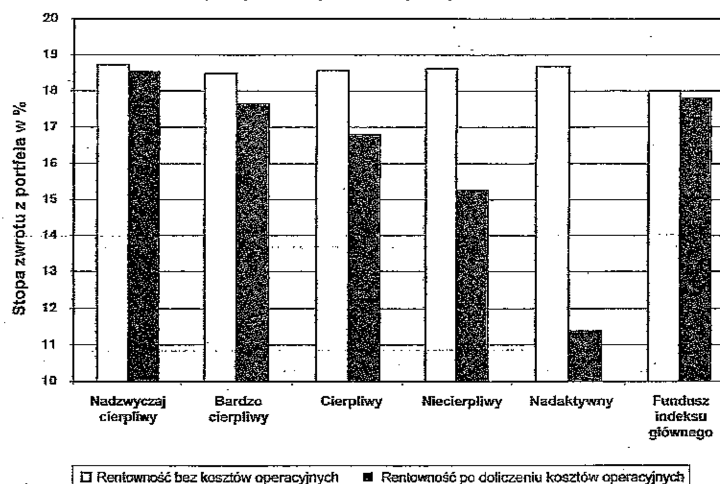
Wśród wszystkich toksyn „szybkiego bogacenia", zatruwających umysły inwestorów w latach 90., do najniebezpieczniejszych należała koncepcja, w myśl której bogactwo zdobywa się dzięki kupowaniu akcji na rynku pierwotnym, czyli wtedy gdy firmy po raz pierwszy wystawiają swoje akcje na sprzedaż. Na pierwszy rzut oka, inwestowanie na rynku pierwotnym, wydaje się znakomitym pomysłem. Przecież ktoś, kto 13 marca 1986 roku kupił w ofercie publicznej 100 akcji Microsoftu, na początku 2003 roku za swoje 2100 dolarów ma 720 000 dolarów.* A profesorowie Jay Ritter i William Schwert wykazali, że ktoś, kto w styczniu 1960 roku, ulokowałby tylko 1000 dolarów w akcje sprzedawane na rynku pierwotnym, a po miesiącu sprzedał je i zainwestował w nowe akcje wystawione w ofercie pierwotnej, i powtarzałby tę operację regularnie co miesiąc, pod koniec 2001 roku miałby ponad 533 decyliony.

* Patrz: www.microsoft.com/msft/stock.htm, *IPO investments results*.

(Na rachunku liczba ta wyglądałaby tak: 533 000 000 000 000 000 000 000 000 000 000 000 dolarów.)

Niestety, na każdą wystawioną w ofercie publicznej akcję typu Microsoft, która okazuje się wielkim zwycięzcą, przypada 1000 przegranych. Psychologowie, Daniel Kahneman i Amos Tversky wykazali, że gdy istota ludzka prognozuje prawdopodobieństwo lub częstotliwość występowania danego wydarzenia, to opiera swoją ocenę nie na tym, jak faktycznie często owo wydarzenie dotąd występowało, lecz na tym, jak bardzo spektakularne w przeszłości bywało. Wszyscy pragniemy „nowego Microsoftu", ponieważ przegapiliśmy ofertę pierwotną Microsoftu. Ale powszechnie ignorujemy fakt, że inwestycje na rynku pierwotnym są przeważnie fatalne. Można by zaro-

Ilustracja 6.1. Im szybciej do przodu, tym bardziej do tyłu



Badacze Brad Barber i Terrance Odean podzielili kilka tysięcy graczy giełdowych na pięć kategorii w zależności od tego, jak często obracają swoim kapitałem. Ci, którzy prowadzą najmniej transakcji (z lewej) osiągają najwyższe zyski. A ci niecierpliwi wzbogacają swoich maklerów, a nie siebie (słupki z prawej strony pokazują dla porównania fundusz indeksu giełdowego).
Źródło: Profesor Brad Barber z University of California w Davis oraz profesor Terrance Odean z University of California w Berkeley.

bić 533 decyliony, ale pod warunkiem, że nie przegapilibyśmy ani jednego, z nieczęsto pojawiających się, zwycięzców, co jest praktycznie niemożliwe. I na koniec trzeba dodać, że większość wysokich zysków z ofert pierwotnych, trafia do członków ekskluzywnego klubu, czyli wielkich banków inwestycyjnych i funduszy, które kupują udziały po pierwotnej (czytaj: zaniżonej) cenie, zanim trafią do obiegu publicznego. Największe zyski osiągają akcje tak małych spółek, że nawet potężni inwestorzy nie są w stanie zdobyć w nich udziałów, bo jest ich po prostu za mało.

Jeśli tak, jak większość inwestorów, masz dostęp do akcji z oferty pierwotnej, dopiero wtedy, gdy ich ceny skoczą pod niebiosa, to nie masz szans na dobre wyniki. Jeżeli w latach 1980–2001, kupowałeś akcje w ofercie pierwotnej po średniej cenie zamknięcia, i trzymałeś je przez trzy lata, to osiągałeś wyniki gorsze od średniej giełdowej o ponad 23 punkty procentowe rocznie.

Chyba nie ma akcji, które lepiej uosabiałaby nierealne marzenie o zdobyciu bogactwa, dzięki akcjom z rynku pierwotnego niż VA Linux. „LNUX THE NEXT MSFT", triumfowali pierwsi właściciele. „KUP TERAZ, A ZA PIĘĆ LAT ODEJDZIESZ NA EMERYTURĘ*". 9 grudnia 1999 roku, w ofercie pierwotnej wystawiono te akcje po 30 dolarów. Ale popyt na nie był tak szalony, że po otwarciu NASDAQ rano, żaden z właścicieli nie mógł sprzedać udziałów do chwili, aż cena podskoczyła do 299 dolarów. Najwyższa cena wyniosła 320 dolarów, a na zakończenie dnia spadła do 239,25 dolara, co daje 697,5% zysku *tylko jednego dnia*. Ale taki zysk, osiągnęła garstka instytucjonalnych inwestorów, a indywidualni byli niemal całkiem pozbawieni tej szansy.

Co ważniejsze jednak, kupno akcji na rynku pierwotnym jest złym pomysłem, bo jawnie łamie jedną z najważniejszych zasad Grahama: nieważne, ilu ludzi kupuje jakieś akcje, ty powinieneś je kupować tylko wówczas, jeśli są na tyle tanie, abyś mógł zrobić na nich dobry interes. Po najwyższej cenie dnia, inwestorzy wycenili VA Linux na 12,7 mld dolarów. Czy ta firma była tyle warta? To nie mające nawet pięciu lat przedsiębiorstwo, sprzedało oprogramowanie i usługi za 44 mln dolarów, a straciło przy tym 25 mln. W ostatnim kwartale fiskalnym, VA Linux wygenerował 15 mln dolarów obrotów, ale poniósł 10 mln dolarów kosztów. A zatem, ten interes przynosił niemal 70 centów straty z każdego zainwestowanego dolara.

* Jay. R. Ritter i Ivo Welch, *Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, *Journal of Finance*, sierpień 2002, str. 1797. Strony Rittera http://bear.cba.ufl.edu/ritter/ i Welch http://welch.som.yale.edu/, to kopalnie informacji dla każdego, kto interesuje się ofertami rynku pierwotnego.

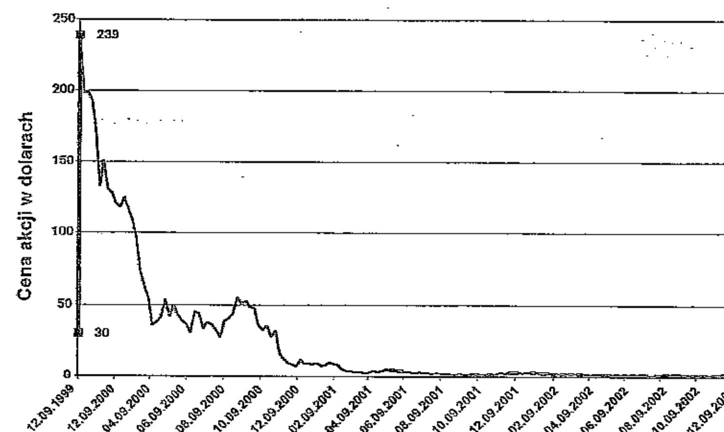
Łączny deficyt VA Linuksa (suma wydatków przekraczająca sumę wpływów), wyniósł 30 mln dolarów.

Gdyby VA Linux był spółką prywatną, należącą do faceta z sąsiedztwa, który zza płotu zapytałby, ile zapłaciłbyś za jego ledwie zipiącą firmę, czy zaproponowałbyś 12,7 mld, czy raczej uśmiechnąłbyś się z politowaniem, wrócił do swojego grilla i zaczął się zastanawiać, czego sąsiad się naćpał? Gdybyśmy ufali własnemu zdrowemu rozsądkowi, nikt z nas nie dałby prawie 13 mld dolarów za utracjusza, który już utopił 30 mln dolarów.

Ale gdy mamy do czynienia nie ze spółką prywatną tylko akcyjną, wycena przybiera formę konkursu piękności i ceny akcji stają się ważniejsze niż wartość, jaką ten biznes posiada. Póki ktoś chce płacić za akcję więcej od ciebie, to po co się przejmować, ile tak naprawdę wart jest ten biznes?

Poniższy wykres odpowiada na to pytanie.

Ilustracja 6.2. Legenda VA Linux



Źródła: VA Linux Systems Inc.; www.morningstar.com

Akcje VA Linuksa najpierw wystrzeliły w górę niczym korek od szampana, a potem poleciały w dół jak cegła na dno stawu. 9 grudnia 2002 roku, trzy lata po maksimum ceny na poziomie 239,50 dolara, za udziały w VA Linuksie można dostać 1,19 dolara.

W obliczu tak oczywistych dowodów, inteligentny inwestor powinien dojść do wniosku, że akcje wystawione w ofercie publicznej prawdopodobnie są zawyżone, że obiecują tylko iluzoryczny zysk, że to okazja tylko dla garstki wtajemniczonych, że to niebezpieczna inwestycja.

ROZDZIAŁ 7

Polityka portfelowa dla inwestora przedsiębiorczego: strona dodatnia

Inwestor przedsiębiorczy, z definicji, poświęca dużo uwagi i starań w uzyskaniu wyników inwestycyjnych lepszych niż przeciętne. W naszych rozważaniach o ogólnej polityce inwestycyjnej, wspominaliśmy o inwestycjach w obligacje, dotyczących przede wszystkim inwestorów przedsiębiorczych. Prawdopodobnie zainteresowałyby ich następujące możliwości:

1. Wolne od podatku New Housing Authority Bonds, gwarantowane przez rząd amerykański.
2. Podlegające podatkowi, lecz wysoko oprocentowane New Community Bonds, również gwarantowane przez rząd Stanów Zjednoczonych.
3. Wolne od podatku obligacje przemysłowe, emitowane przez zarządy miejskie, lecz finansowane z opłat dzierżawnych wnoszonych przez silne przedsiębiorstwa.

Niektóre nietypowe rodzaje obligacji zostały omówione w Rozdziale 4.*

Na drugim końcu można znaleźć obligacje śmieciowe, które są dostępne po tak niskich cenach, że rzeczywiście stanowią okazję. Jednak należą one do obszaru „sytuacji specjalnych", w którym przestają istnieć wyraźne rozróżnienia na obligacje i akcje.**

* Jak zostało wspomniane w przypisie na str. 98, obligacje New Housing Authority i New Community Bonds nie są już emitowane.

** Dzisiaj, „obligacje niższej jakości" w obszarze „szczególnych sytuacji" noszą nazwę stresujących albo przysparzających kłopotów. Gdy firma zaczyna mieć kłopoty z powodu zbliżającego się bankructwa, akcje praktycznie tracą całą swoją wartość, ponieważ prawo amerykańskie daje większe prawo do roszczeń posiadaczom obligacji niż akcjonariuszom. Jeżeli jednak przedsiębiorstwo przeprowadzi udaną reorganizację i uniknie upadłości, to często posiadacze obligacji otrzymują udziały w nowej firmie, a same obligacje odzyskują wartość, gdy znów zaczynają być wypłacane odsetki. A zatem, obligacje spółki znajdującej się w opałach, mogą radzić sobie równie dobrze, jak akcje całkiem sprawnej firmy. Jak wspomina Graham, w takich sytuacjach specjalnych „przestają istnieć wyraźne rozróżnienia na obligacje i akcje".

Operacje na akcjach

W dziedzinie obrotu akcjami, istnieją cztery typy działań, charakteryzujących inwestora przedsiębiorczego:

1. Kupowanie na niskich poziomach cen i sprzedawanie na wysokich.
2. Kupowanie starannie dobranych „akcji wzrostowych".
3. Kupowanie różnego typu okazyjnych papierów.
4. Kupowanie w „sytuacjach specjalnych".

Ogólna polityka giełdowa – ustalanie faz

Omówienie szans i ograniczeń polityki kupowania w okresach spadków giełdowych, a sprzedawania w czasach boomu, zostawiamy do następnego rozdziału. Dawniej, przez wiele lat, ta koncepcja wydawała się prosta i wykonalna – przynajmniej po pobieżnym przejrzeniu wykresów giełdowych, ilustrujących okresowe wahania cen. Teraz, ze smutkiem przyznajemy, że zachowań giełdy w ostatnich 20 latach nie da się opisać matematycznymi wzorami. Owszem, ceny giełdowe ulegały w tym czasie wahaniom, które jednak nie zdradzały jakiejkolwiek konsekwencji i wymagały swoistego „wyczucia", aby wykorzystać je do prowadzonych operacji. „Wyczucie" to coś zupełnie innego niż inteligencja, którą przypisujemy naszym czytelnikom, dlatego wyłączamy z rozważań operacje wymagające tego rodzaju umiejętności.

Polityka „pół na pół", którą proponowaliśmy inwestorowi defensywnemu i opisaliśmy na str. 92, w sytuacji z 1972 roku, jest chyba najlepszą, konkretną (czy też mechaniczną) koncepcją, jaką możemy zarekomendować wszystkim inwestorom. Nadal jednak, zostawiamy znaczną swobodę decyzji w kwestii odsetka akcji w całym portfelu – od minimum 25% do maksimum 75% – dla inwestorów mocno przekonanych, że ceny giełdowe osiągnęły w danym momencie poziom niebezpieczny albo atrakcyjny. Jakieś 20 lat temu, można było szczegółowo omawiać różne wzory na wyliczenie wielkości pakietu akcji w portfelu i mieć pewność, że przydadzą się w praktyce.[1] Dzisiaj wydaje się, że metody te uległy dezaktualizacji, a próby określania poziomów cen, korzystnych dla zakupu albo sprzedaży na podstawie zachowań giełdy od 1949 roku, nie mają sensu. To zbyt krótki okres, aby sformułować jakieś wskazówki na przyszłość.*

* Zwróćmy tutaj uwagę na ostrożność Grahama. W 1972 roku pisze, że okres od roku 1949 – a więc ponad 22 lata – jest zbyt krótki, aby wyciągnąć jakieś rzetelne wnioski! Nigdy nie zapo-

Metoda akcji wzrostowych

Każdy inwestor chciałby wybrać akcje spółek, które przez wiele lat dawałyby zyski wyższe niż przeciętne. Za akcje wzrostowe uznajemy te walory, które w przeszłości wykazywały wzrost i tego samego można spodziewać się po nich w przyszłości.[2] Zatem wydaje się, że jedynym logicznym wyjściem dla inteligentnego inwestora, powinno być skoncentrowanie się na doborze akcji wzrostowych. W rzeczywistości, sprawa jest bardziej skomplikowana i postaramy się to pokazać.

Ustalenie, które spółki w przeszłości „przekraczały średnią", to zadanie statystyki. Spis 50 albo 100 takich firm, inwestor otrzyma od swojego maklera.* Więc może po prostu wybrałby z tej listy 15 albo 20 akcji i miał portfel gwarantujący sukces?

Taka koncepcja niesie dwie pułapki. Po pierwsze, akcje z dobrymi wynikami z przeszłości i dobrymi perspektywami na przyszłość, są sprzedawane po relatywnie wysokich cenach. Inwestor mógł dokonać właściwej oceny, a mimo to nie osiągnie zysków, ponieważ zapłacona cena uwzględniała (może nawet z nawiązką) spodziewane powodzenie. Po drugie, prognoza na przyszłość może nie być trafna. Nadzwyczaj szybki wzrost nie utrzymuje się wiecznie. Jeśli firma zanotowała wspaniały wzrost, powtórzenie tego wyniku staje się o wiele trudniejsze. W pewnym momencie, krzywa wzrostu przestaje rosnąć, a w wielu przypadkach zaczyna wręcz opadać.

Oczywiście, jeśli ktoś z perspektywy czasu poda wybiórcze przykłady, to łatwo udowodni, że akcje wzrostowe mogą doprowadzić do zdobycia albo utraty fortuny. W jaki sposób dokonać rzetelnych ocen wyników w tej dziedzinie? Naszym zdaniem, wiarygodne wnioski można uzyskać na podstawie analiz wyników prowadzonych w funduszach inwestycyjnych, specjalizujących się w akcjach wzrostowych. Godny zaufania periodyk *Investment Companies*, wydawany co roku przez firmę Arthur Wiesenberger & Company z NYSE, zawiera obliczenia rocznych wyników, uzyskiwanych w ciągu kilku lat w około 120 takich „funduszach wzrostowych"; 45 z tych funduszy może się wykazać danymi za 10 lub więcej lat. Przeciętny ogólny zysk funduszy – bez względu na wielkość – w latach 1961–1970 wyniósł 108%.

mniał, że obiektywne konkluzje wymagają bardzo wielu informacji z bardzo wielu lat. Magicy, którzy wciskają „sprawdzone" metody doboru akcji, prawie zawsze opierają swoje ustalenia na mniejszej liczbie prób, niż Graham byłby skłonny zaakceptować (zazwyczaj, w analizach danych historycznych, sięgał 50 lat wstecz).

* Obecnie, przedsiębiorczy inwestor może ściągnąć taką listę z Internetu z witryn: www.morningstar.com (na przykład funkcja Stock Quickrank), www.quicken.com/investments/stocks/full albo http://yahoo.marketguide.com.

W tym samym czasie, ceny akcji spółek z S&P wzrosły o 103%, a spółek DJIA[3] – o 83%. W roku 1969 i w roku 1970, większość z tych 126 „funduszy wzrostowych", osiągnęła wyniki gorsze niż oba wskaźniki giełdowe. Wcześniejsze badania przyniosły podobne ustalenia. Stąd wniosek, że zdywersyfikowane inwestycje w akcje spółek wzrostowych, nie są o wiele bardziej opłacalne niż inwestycje w akcje w ogóle.*

Nie ma żadnych powodów, aby zakładać, że w okresie wieloletnim typowy inteligentny inwestor osiągnie – choćby ogromnym wysiłkiem – lepsze wyniki z zakupu akcji wzrostowych niż wyspecjalizowane w tej dziedzinie firmy inwestycyjne. Dysponują one większą liczbą głów i większymi możliwościami analitycznymi. Dlatego odradzamy przedsiębiorczemu inwestorowi, angażowanie się w akcje wzrostowe.** Giełda znakomicie rozpoznaje perspektywy w tej dziedzinie, co znajduje odzwierciedlenie we wskaźnikach cena/zysk powyżej, na przykład 20 (inwestorowi defensywnemu, radziliśmy ustalenie pułapu ceny na poziomie 25 razy wyższym od zysków w ostatnich siedmiu latach. W większości przypadków są to równoważne kryteria).***

* Przez dziesięć lat, do końca grudnia 2002 roku, fundusze inwestujące w duże przedsiębiorstwa wzrostowe – dzisiejszy odpowiednik „funduszy wzrostowych" Grahama – osiągnęły średnią roczną na poziomie 5,6%, pozostając w tyle za średnią giełdową o 3,7 punktów procentowych rocznie. Jednak w tym samym okresie, wyniki funduszy inwestujących w wielkie firmy również były niższe od średniej giełdowej (o cały punkt procentowy rocznie). Czy problem polega tylko na tym, że fundusze nie potrafią trafnie wytypować akcji, które w przyszłości osiągną wyniki powyżej średniej giełdowej? Czy może wysokie koszty prowadzenia funduszu (obojętnie, czy inwestującego w spółki wzrostowe czy w duże), przekraczają zyski, które menedżerowie są w stanie osiągać na wybranych akcjach? Aktualne wyniki poszczególnych typów funduszy, można znaleźć na www.morningstar.com w *Category Returns*. Znakomite informacje o tym, jak nietrwałe bywają wyniki różnych stylów inwestowania, znajdziesz na www.callan.com/resource/periodic_table/pertable.pdf

** Graham porusza tę kwestię, aby przypomnieć, że inwestor przedsiębiorczy to nie ten bardziej agresywny ani ten podejmujący większe ryzyko, tylko ten, który chce poświęcić więcej czasu i energii na zawiadywanie swoim portfelem.

*** Zwróć uwagę, że Graham zaleca wyliczanie wskaźnika cena/zysk na podstawie średnich zysków z wielu poprzednich lat. W ten sposób zmniejsza się prawdopodobieństwo zawyżenia szacowanej wartości z powodu chwilowego skoku dochodowości. Wyobraźmy sobie spółkę, która w minionych 12 miesiącach zarabiała 3 dolary na akcję, ale jej średnia z poprzednich sześciu lat to tylko 50 centów. Która z liczb – chwilowe 3 dolary, czy trwałe 50 centów – trafniej reprezentuje panujący trend? 25 razy 3 dolary z ostatniego roku, daje cenę akcji na poziomie 75 dolarów. Ale 25 razy średnia z siedmiu lat, czyli 50 centów, daje cenę akcji równą 21,23 dolarów (6 dolarów sumy zysku podzielone przez siedem, daje 85,7 centów średniego zysku na akcje). Wybór liczby ma ogromne znaczenie. Na koniec warto zauważyć, że Graham przekląłby najczęściej stosowany obecnie sposób wyliczania wskaźnika cena/zysk, który opiera się na „zyskach w najbliższym roku". Jak można obliczyć zyski, których firma jeszcze nie wypracowała? To tak jak wycenianie domu na podstawie plotki, że za rogiem Kopciuszek będzie budował nowy zamek.

Tabela 7.1. Średnie wyniki „funduszy wzrostu" w latach 1961–1970 (w %)[a]

	1 rok 1970	5 lat 1966–1970	10 lat 1961–1970	1970 stopa dywidendy
17 dużych funduszy wzrostu	–7,5	+23,2	+121,1	2,3
106 mniejszych funduszy wzrostu z grupy A	–17,7	+20,3	+102,1	1,6
38 mniejszych funduszy wzrostu z grupy B	–4,7	+23,2	+106,7	1,4
15 funduszy ze słowem „wzrostu" w nazwie	–14,2	+13,8	+97,4	1,7
Standard & Poor's	+3,5	+16,1	+104,7	3,4
Dow Jones Industrial Average	+8,7	+2,9	+83,0	3,7

[a] Dane dostarczone przez Wiesenberger Financial Services.

Cała kategoria akcji wzrostowych ma jedną uderzającą cechę, mianowicie tendencję do znacznych skoków cen giełdowych. Dotyczy to zarówno przedsiębiorstw największych i najdłużej obecnych na rynku – takich jak General Electric lub International Business Machines – jak i, w jeszcze większym stopniu, nowszych i mniejszych, dobrych spółek. To potwierdzenie naszej tezy, że najważniejszą cechą charakteryzującą giełdy od 1949 roku, jest pojawienie się silnego elementu spekulacyjnego w akcjach spółek, osiągających znakomite sukcesy, które zasługują na wysoką ocenę inwestycyjną (mają najwyższą wiarygodność kredytową i płacą najniższe odsetki od swoich pożyczek). Pozycja inwestycyjna tych spółek przez wiele lat może pozostawać niezmienna, ale ryzyko związane z ich akcjami zależy od sytuacji giełdowej. Im więcej budzą entuzjazmu inwestorów, i im szybciej rosną ich ceny w porównaniu z faktycznym wzrostem zysków spółki, tym większe staje się ryzyko*.

Czytelnik może zapytać, czy nie jest jednak tak, że naprawdę wielkie fortuny zrobili na akcjach ci, którzy sporo zainwestowali w spółkę w pierwszym okresie jej istnienia, uwierzyli w jej przyszłość i niewzruszenie trzymali akcje, aż ich wartość wzrosła 100, a nawet więcej razy? Odpowiedź brzmi twierdząco. Jednak wielki majątek dzięki inwestycji w jedną spółkę, prawie zawsze zdobywa osoba, która ma z nią ścisły związek, na przykład dzięki zatrudnieniu, koneksjom rodzinnym. To uzasadnia ulokowanie dużej części

* Tezę Grahama potwierdzają niedawne przykłady. 21 września 2000 roku, producent procesorów komputerowych Intel Corp. ogłosił, że w najbliższym kwartale jego zyski wzrosną o 5%. W pierwszej chwili wydaje się, że to znakomita informacja. Większość wielkich firm byłaby zachwycona, gdyby nawet obroty wzrosły o 5% przez trzy miesiące. Ale reakcją był spadek cen akcji Intela o 22%. Jednego dnia, ich ogólna wartość spadła o prawie 91 mld dolarów. Dlaczego? Bo analitycy z Wall Street liczyli, że zyski Intela wzrosną o 10%. Podobnie było 21 lutego 2001 roku, z EMC Corp., firmą zajmującą się przechowywaniem danych, która ogłosiła, że w 2001 roku, spodziewa się wzrostu zysków o 25%, ale ostrożność klientów „może doprowadzić do przedłużającego się cyklu wyprzedaży". Pod wpływem takiej niepewności akcje EMC spadły o 12,8% w ciągu jednego dnia.

pieniędzy w jeden instrument inwestycyjny i trzymanie się go, mimo zmiennych kolei losu, wbrew licznym pokusom sprzedaży po rzekomo bardzo wysokich cenach. Jeśli inwestor nie jest osobiście związany ze spółką, stale musi odpowiadać sobie na pytanie, czy nie zainwestował zbyt wiele w jedną firmę*. Każdy spadek – choćby, jak się potem okazuje, przejściowy – pogłębia jego dylemat. Działa nań wewnętrzna i zewnętrzna presja, aby zrealizować zysk, który jest już wysoki, ale daleko mu jeszcze do fortuny, jaką ostatecznie może przynieść.[4]

Trzy zalecane metody „inwestycji przedsiębiorczych"

Aby w dłuższej perspektywie osiągać wyniki wyższe od przeciętnej, polityka doboru akcji musi spełniać dwa warunki: przejść obiektywne i racjonalne próby rzetelności, różnić się od polityki realizowanej przez większość inwestorów lub spekulantów. Nasze doświadczenia i badania, skłaniają do przedstawienia trzech metod inwestycyjnych, odpowiadających tym wymaganiom. Znacznie różnią się od siebie i każda wymaga od inwestorów innej wiedzy, i innego temperamentu.

Stosunkowo mało popularna duża spółka

Jeśli założymy, że rynek ma w zwyczaju zawyżać wartość spółek, które wykazywały się znakomitym wzrostem lub zachwycają z innych powodów, to logiczne byłoby oczekiwanie, że będzie on zaniżał – przynajmniej relatywnie – wartość firm, które nie cieszą się uznaniem ze względu na różne niezadowalające zjawiska o charakterze przejściowym. Można to uznać za fundamentalne prawo rynku akcji, sugerujące przyjęcie metody inwestycyjnej, która powinna okazać się obiecująca, a zarazem konserwatywna.

Od przedsiębiorczego inwestora, wymaga ona przede wszystkim koncentracji na dużych przedsiębiorstwach, które weszły w okres utraty popularności. Mniejsze spółki bywają niedoceniane z analogicznych powodów,

* Współczesnym odpowiednikiem „osoby, która ma ścisły związek ze spółką", są tak zwane osoby sprawujące kontrolę, czyli menedżerowie wysokiego szczebla albo dyrektorzy, którzy wpływają na działalność przedsiębiorstwa i mają w nim znaczny pakiet udziałów. Tacy dyrektorzy, jak Bill Gates z Microsoftu albo Warren Buffett z Berkshire Hathaway, sprawują bezpośrednią kontrolę nad losami swoich firm, a inwestorzy z zewnątrz obserwują, jak ci dyrektorzy utrzymują duże pakiety, aby mieć prawo głosu. Natomiast menedżerowie niższego szczebla i szeregowi pracownicy, nie mogą swoimi decyzjami wpływać na cenę akcji. I nie powinni lokować większego kapitału w akcje swojego pracodawcy. To samo dotyczy inwestorów z zewnątrz, choćby zdawało się im, że znają spółkę nie wiadomo jak dobrze.

a w wielu przypadkach mogą później podwyższyć zyski i ceny akcji, jednak stoi za tym ryzyko całkowitej utraty rentowności oraz długotrwałego lekceważenia przez rynek, mimo poprawy wyników. Wielkie spółki mają więc nad nimi podwójną przewagę. Po pierwsze, dysponują zasobami – kapitałowymi i intelektualnymi – które są w stanie pokonać przeciwności i przywrócić zadowalającą rentowność. A po drugie, istnieje większe prawdopodobieństwo, że giełda szybciej zareaguje na poprawę ich działalności.

Dowód na trafność tej tezy, można znaleźć w analizach zachowania cen akcji niepopularnych spółek przemysłowych z indeksu DJIA. Analizy te zakładały, że co roku dokonuje się inwestycji w akcje od sześciu do 10 spółek z DJIA, które mają najniższy wskaźnik cena/zysk z bieżącego lub ubiegłego roku. Akcje te można nazwać „najtańszymi" na liście, a ich niska cena to ewidentne odzwierciedlenie niewielkiej popularności wśród inwestorów. Kolejne założenie sugerowało, że zakupione akcje sprzedawano pod koniec okresu przechowywania, który wahał się od roku do pięciu lat. Wyniki tych inwestycji, porównano z wynikami inwestycji we wszystkie spółki z DJIA oraz z inwestycjami w akcje z najwyższym wskaźnikiem cena/zysk (czyli najbardziej popularne).

Szczegółowy materiał, jaki mieliśmy do dyspozycji, obejmuje wyniki rocznych zakupów, dokonywanych co roku przez ostatnie 53 lata.[5] Okazało się, że w początkowych latach 1917–1933, metoda ta nie byłaby zyskowna. Jednak od 1933 roku, jej rezultaty były znakomite. Firma Drexel & Company (obecnie Drexel Fireston)*, przeanalizowała 34 jednoroczne okresy utrzymywania inwestycji – od roku 1937 do roku 1969. Okazało się, że tylko w trzech latach, tanie akcje przyniosły wyraźnie gorsze wyniki niż spółki z DJIA, w sześciu – wyniki były mniej więcej takie same, a w pozostałych 25 latach znacznie powyżej przeciętnej. Ewidentnie lepsze wyniki akcji, sprzedawanych przy niższym wskaźniku cena/zysk, widać (Tabela 7.2.) w przeciętnych rezultatach dla kolejnych okresów pięcioletnich. Punktem odniesienia są tu zarówno średnie wyniki DJIA, jak i 10 akcji o najwyższych wskaźnikach cena/zysk.

Obliczenia firmy Drexel pokazują także, że pierwotna inwestycja na sumę 10 000 dolarów dokonana w roku 1936, w akcje o najniższym wskaźniku cena/zysk, która co roku byłaby zamieniana na akcje aktualnie „najtańsze", do 1962 roku osiągnęłaby wartość 66 900 dolarów. Takie same operacje

* W 1973 roku, filadelfijski bank inwestycyjny Drexel Firestone, połączył się z Burnham & Co., a później przyjął nazwę Drexel Burnham Lambert. W latach osiemdziesiątych, zasłynął z finansowania boomu przejęć i fuzji za pomocą wysokooprocentowanych obligacji (tak zwanych obligacji-śmieci).

Tabela 7.2. Średni roczny zysk lub strata wybranych akcji w latach 1937–1969

Okres	10 akcji z niskim mnożnikiem	10 akcji z wysokim mnożnikiem	30 akcji z DJIA
1937–1942	–2,2	–10,0	–6,3
1943–1947	17,3	8,3	14,9
1948–1952	16,4	4,6	9,9
1953–1957	20,9	10,0	13,7
1958–1962	10,2	–3,3	3,6
1963–1969 (8 lat)	8,0	4,6	4,0

Tabela 7.3. Ceny i zyski akcji Chrysler, 1952–1970

Rok	Zyski na akcje	Minimum lub maksimum	Wskaźnik c/z
1952	9,04	maks. 98	10,8
1954	2,13	min. 56	26,2
1955	11,49	maks. 101½	8,8
1956	2,29	min. 52 (w 1957)	22,9
1957	13,75	maks. 82	6,7
1958	(def.) 3,88	min. 44[a]	–
1968	24,92[b]	maks. 294[b]	11,8
1970	def.	min. 65[b]	–

[a] W 1962 minimum wyniosło 37½.
[b] Po podziale akcji. def = strata netto.

na akcjach o najwyższym wskaźniku cena/zysk, przyniosłyby w sumie jedynie 25 300 dolarów, podczas gdy inwestycja we wszystkie 30 akcji z DJIA, powiększyłaby zainwestowane pierwotnie środki do 44 000 dolarów*.

Koncepcja zakupu „niepopularnych wielkich firm" jest dość prosta, podobnie jak jej zastosowanie na grupie akcji, które zostały opisane wyżej. Jednak podczas rozważania zakupu danej firmy, trzeba wziąć pod uwagę jeden niesprzyjający czynnik. Spółki, których akcje ze względu na silne wahania cen, należy zaliczyć do spekulacyjnych, w dobrych latach sprzedają się po stosunkowo wysokich cenach zestawionych z niskim wskaźnikiem cena/zysk, odwrotnie w złych latach, gdy ceny są niskie, a wskaźnik cena/zysk wysoki. Relacje te ilustruje Tabela 7.3., przedstawiająca wahania cen i wskaźników akcji Chrysler Corp. W takich przypadkach, rynek wystarczająco sceptycznie podchodzi do szans utrzymania nadzwyczaj wysokich zysków spółki, aby wyceniać je w tradycyjny sposób – podobnie zachowuje się w okresach, gdy zyski są niskie lub nie ma ich wcale (zwróćmy uwagę, że

* W 1973 roku filadelfijski bank inwestycyjny Drexel Firestone połączył się z Burnham & Co., a później przyjął nazwę Drexel Burnham Lambert. W latach osiemdziesiątych zasłynął z finansowania boomu przejęć i fuzji za pomocą wysokooprocentowanych obligacji (tak zwanych obligacji-śmieci).

gdy spółka zarabia „tyle co nic", to z arytmetyki wynika, że jej akcje muszą być sprzedawane z wysokim wskaźnikiem ceny do marnych zysków).

Tak się składa, że firma Chrysler była dość wyjątkowa na liście czołowych przedsiębiorstw z indeksu DJIA, dlatego nie wywarła większego wpływu na ogólne wyniki obliczeń dla spółek o niskim wskaźniku ceny do zysku. Łatwo uniknąć takich nietypowych akcji na liście spółek z niskim wskaźnikiem cena/zysk, jeśli postawimy warunek, że cena musi być niska również w stosunku do dotychczasowych średnich zysków albo jeśli zastosujemy inne podobne kryterium.

Pisząc uaktualnienie do tego wydania, zastosowaliśmy metodę niskiego wskaźnika cena/zysk i porównaliśmy wyniki grupy spółek, które można było kupić pod koniec 1968 roku, z ich cenami z 30 czerwca 1971 roku. Tym razem, wyniki nas rozczarowały i pokazały wyraźną stratę dla sześciu lub 10 spółek o najniższym wskaźniku cena/zysk oraz wysoką rentowność w grupie akcji o najwyższym wskaźniku. Jeden niepomyślny wynik nie podważa wniosku, który został oparty na ponad 30 doświadczeniach, ale fakt, że pojawił się właśnie teraz, ma pewne znaczenie szczególne. Być może, agresywny inwestor dobierający portfel akcji, powinien zaczynać od koncepcji „niskiego wskaźnika", ale musi też uwzględniać inne kryteria jakościowe i ilościowe.

Okazyjny zakup papierów wartościowych

Za instrumenty kupione okazyjnie uznajemy te, których wartość ustalona przez analizę faktów, wydaje się znacznie wyższa od ceny, po której zostały sprzedane. Można do nich zaliczyć obligacje, akcje uprzywilejowane sprzedawane znacznie powyżej wartości nominalnej oraz niektóre akcje zwykłe. Konkretnie, proponujemy, aby zakupu papierów nie uznawać za okazyjny, jeśli ich wartość nie jest co najmniej 50% wyższa od ceny. Co może nam zagwarantować, że istnieje tak duża rozbieżność? Skąd się biorą takie papiery wartościowe i jak inwestor może je wykorzystać?

Istnieją dwa testy na wykrycie okazyjnych akcji. Pierwszy z nich, to metoda wyceny. Zasadniczo, polega ona na oszacowaniu przyszłych zysków, a następnie pomnożeniu ich przez współczynnik odpowiedni dla danych akcji. Jeśli wynikająca z tych obliczeń wartość, wystarczająco przewyższa cenę rynkową – i jeśli inwestor ma zaufanie do zastosowanej techniki – może uznać akcje za okazyjne. Drugi test polega na ocenie wartości, jaką firma przedstawiłaby prywatnemu właścicielowi. Wartość ta również jest często ustalana przede wszystkim na podstawie spodziewanych zysków – wtedy

wynik może być identyczny, jak przy pierwszej technice. Jednak większe znaczenie przywiązuje się tutaj do faktycznej wartości aktywów spółki, ze szczególnym uwzględnieniem aktywów bieżących netto czyli kapitału obrotowego.

Kiedy ceny akcji ogólnie plasują się na niskim poziomie, to według powyższych norm, zakup znacznej części akcji można uznać za okazyjny (typowym przykładem jest General Motors: w 1941 roku jej akcje sprzedawano poniżej 30, czyli tylko po 5 w przeliczeniu na akcje z roku 1971. Zyski w tym czasie wynosiły ponad 4 dolary, a wypłacana dywidenda – 3,50 dolara lub więcej). To prawda, że bieżące zyski i najbliższe prognozy mogą być słabe, ale mądra ocena przyszłych warunków ogólnych, pozwala na wnikliwszą ocenę wartości, nie tylko na podstawie aktualnych cen. A zatem, za mądrą odwagą w czasie spadków rynkowych, powinno stać nie tylko doświadczenie, ale także rzetelne techniki analizy wartości.

Te same kaprysy rynku, które co jakiś czas tworzą ogólne szanse na okazyjne zakupy, stwarzają pojedyncze okazje przy niemal każdym poziomie cen giełdowych. Giełda ma skłonność, aby robić z igły widły i w drobnych wahnięciach widzieć przesadne spadki.* Nawet zwykły brak zainteresowania lub entuzjazmu, może wywołać spadek cen do absurdalnie niskich poziomów. A zatem, istnieją dwie najważniejsze przyczyny zaniżonych cen akcji: niezadowalające bieżące wyniki spółki oraz przedłużający się brak popularności.

Jednak żadnej z nich, samej w sobie, nie można uznać za miarodajną wskazówkę udanej inwestycji w akcje. Skąd mieć więc pewność, że spółka osiąga niezadowalające wyniki tylko przejściowo? Owszem, możemy powołać się na wspaniałe przykłady takich właśnie sytuacji. Choćby akcje zakładów przemysłu stalowego, które słyną ze swojej cykliczności i sprytny nabywca może kupić je tanio, gdy zyski spadają, a sprzedać drogo w okresie boomu wywołanego poprawą zysków. Spektakularny przykład stanowi też Chrysler Corporation, co pokazują dane z Tabeli 7.3.

* Oto niedawne przykłady robienia z igły widły. W maju 1989 roku, firma Pfizer Inc. i Amerykański Urząd Żywności i Leków, ogłosiły wspólnie, że sześciu mężczyzn zmarło na zawał, podczas uprawiania seksu po zażyciu Viagry firmy Pfizer. Akcje tej spółki natychmiast poleciały w dół, tracąc 3,4% jednego dnia przy dużych obrotach. Ale gdy badania pokazały, że nie ma powodów, aby bić na alarm, akcje Pfizera zaraz zdrożały. Przez dwa kolejne lata, ich cena wzrosła o prawie jedną trzecią. Pod koniec 1997 roku, akcje Warner-Lambert Co. spadły o 19% w ciągu jednego dnia, bo w Anglii tymczasowo wstrzymano sprzedaż nowych leków na cukrzycę. Sześć miesięcy później, wartość udziałów była niemal dwa razy większa. Pod koniec 2002 roku, Carnival Corp., operator statków wycieczkowych, stracił 10% wartości po tym, jak turyści zeszli z pokładu z ostrą biegunką i wymiotami – tyle, że ze statków prowadzonych przez inną firmę.

Gdyby tak wyglądało typowe zachowanie akcji spółek, których zyski podlegają wahaniom, zarabianie na giełdzie byłoby proste. Niestety, jest wiele przykładów spadku zysków i cen, po których wcale nie nastąpił automatyczny, pokaźny wzrost. Należy do nich spółka Anaconda Wire and Cable, która osiągała wielkie zyski aż do roku 1956, kiedy to cena jej akcji wyniosła 85 dolarów. Następnie, przez sześć lat zyski nieregularnie malały, a w 1962 roku cena spadła do 23$^1/_2$ dolara. Rok później, spółkę przejęła macierzysta firma (Anaconda Corporation), po cenie tylko 33 dolary za akcję.

Wiele tego typu doświadczeń sugeruje, że aby inwestor miał solidny powód do zakupu akcji, musi widzieć coś więcej niż tylko spadek zysków i cen. Potrzebuje dowodów, że przez co najmniej 10 ostatnich lat, spółka osiągała w miarę stabilne zyski – to znaczy w żadnym roku nie miała deficytu – i miała na tyle silną kondycję finansową, że w przyszłości poradzi sobie z ewentualnymi trudnościami. Idealną kombinacją byłaby tu szacowna i wielka firma, której akcje sprzedają się po cenie znacznie poniżej przeciętnej oraz przy wyraźnie niższym niż dotąd wskaźniku cena/zysk. Bez wątpienia, zlikwidowałoby to większość dochodowych okazji związanych z takimi spółkami jak Chrysler, której przez lata niskich cen towarzyszył wysoki wskaźnik cena/zysk. Zapewniamy jednak czytelnika – i to nie po raz ostatni – że istnieje ogromna przepaść między „zyskami przewidywanymi" a „zyskami realnymi". Mamy poważne wątpliwości, czy tak niebezpieczny instrument jak Chrysler, byłby odpowiedni dla naszego przedsiębiorczego inwestora.

Za następną przyczynę spadku cen akcji do zbyt niskich poziomów, uznaliśmy przedłużającą się niepopularność. Obecnie, za tego typu przykład, może nam posłużyć National Presto Industries. W czasie hossy z roku 1968, jej akcje sprzedawano po maksymalnej cenie 45 dolarów, czyli zaledwie 8 razy więcej, niż w tamtym roku wyniosły zyski na akcję (5,61 dolara). Zyski na akcję rosły zarówno w roku 1969, jak i w roku 1970, ale cena spadała, osiągając w 1970 roku, poziom zaledwie 21 dolarów. To mniej niż czterokrotność zysków (rekordowych) w tamtym roku i mniej niż wartość aktywów bieżących netto. W marcu 1972 roku, akcje sprzedawały się po 34 dolary, co nadal dawało wskaźnik ceny do ostatnio wykazanych zysków na poziomie 5$^1/_2$ i mniej więcej odpowiadało rosnącej wartości aktywów bieżących netto.

Inny przykład, to spółka Standard Oil of California, czyli bardzo ważny koncern. Na początku 1972 roku, jego akcje sprzedawano po mniej więcej takiej samej cenie jak 13 lat wcześniej, czyli, powiedzmy, po 56 dolarów. Zyski spółki wykazywały znaczną stabilność – rosły stosunkowo wolno, ale przez cały okres odnotowały tylko jeden niewielki spadek. Wartość księgowa spółki równała się, mniej więcej, jej cenie rynkowej. Przy tych korzystnych – z konserwatywnego punktu widzenia – wynikach w latach 1958–1971, średnia roczna nigdy nie przewyższała bieżących zysków więcej niż 15 razy. Na początku 1972 roku, wskaźnik cena/zysk wynosił tylko około 10.

Zbyt niskie ceny mogą także wynikać z niedoinformowania giełdy w kwestii zysków. Sztandarowy przykład to przedsiębiorstwo kolejowe Northern Pacific Railway, którego akcje w latach 1946–1947 spadły z 36 do 13$^1/_2$. A rzeczywiste zyski w 1947 roku, zbliżały się do 10 dolarów na akcję. Cenę akcji ciągnęła w dół przede wszystkim niska dywidenda na poziomie 1 dolara. Niedoinformowanie brało się również z ukrywania kondycji finansowej za pomocą metod księgowych, typowych dla przedsiębiorstwa kolejowego.

Najłatwiejszym do zidentyfikowania rodzajem papieru okazyjnego, są akcje sprzedawane taniej niż wartość kapitału obrotowego netto, po potrąceniu wszelkich zobowiązań.* W takiej sytuacji, nabywca akcji nie płaci ani grosza za środki trwałe – budynki, maszyny itd. – oraz za dobrą reputację firmy, jeśli takowa istnieje. Realna wartość spółki bardzo rzadko bywa niższa od kapitału obrotowego, chociaż da się znaleźć nieliczne przykłady. Dziwi raczej to, że na giełdzie można kupić tak wiele spółek wycenionych bardzo okazyjnie. Zestawienie sporządzone w roku 1957, kiedy poziom rynku bynajmniej nie był niski, zawiera około 150 takich akcji. W tabeli 7.4. podsumowaliśmy wyniki inwestycji, dokonanej 1 grudnia 1957 roku. Zakupiono, a potem utrzymywano przez dwa lata, po jednej akcji każdej z 85 spółek z listy, którą przedstawił miesięcznik Standard & Poor's, *Monthly Stock Guide.*

Tabela 7.4. Zyski spółek niedowartościowanych 1957–1959

Giełda	Liczba spółek	Łączne aktywa bieżące netto na akcję	Łączna cena w grudniu 1957	Łączna cena w grudniu 1959
		w dol.		
New York S.E.	35	748	419	838
American S.E.	25	495	289	492
Midwest S.E.	5	163	87	141
Obrót pozagiełdowy	20	425	288	433
Razem	85	1831	1083	1904

* Pod terminem „kapitał obrotowy netto", Graham rozumie aktywa bieżące spółki (na przykład gotówkę, zbywalne papiery wartościowe, inwentarz) minus suma zobowiązań, w tym akcje preferowane i zadłużenie długoterminowe.

Jakimś zbiegiem okoliczności, przez dwa lata każda z grup zdrożała do poziomu, mniej więcej, wartości aktywów bieżących netto. W okresie tym, zysk z całego „portfela" wyniósł 75% – dla porównania w przypadku 425 przedsiębiorstw przemysłowych z indeksu Standard & Poor's wynik ten wyniósł 50%. Najbardziej zadziwiające jest to, że żaden z tych papierów nie odnotował poważniejszej straty, siedem z nich utrzymało prawie taką samą wartość, a 78 wykazało znaczne zyski.

Przed rokiem 1957, przez wiele lat, nasze doświadczenia z tego typu doborem akcji – na zasadzie dywersyfikacji – zawsze były dobre. Prawdopodobnie, metodę wykorzystywania niedowartościowania akcji, można uznać za bezsprzecznie bezpieczną i dochodową. Jednak pod wpływem ogólnego wzrostu giełdowego po 1957 roku, liczba takich okazji uległa znacznemu ograniczeniu, a spośród tych, które się pojawiały, wiele przynosiło niewielkie zyski, a nawet straty. Spadek na rynku w latach 1969–1970, spowodował pojawienie się nowych akcji „tańszych od kapitału obrotowego". Omawiamy tę grupę w Rozdziale 15. – poświęconym doborowi akcji inwestora przedsiębiorczego.

SCHEMATY ZACHOWAŃ OKAZYJNYCH AKCJI SPÓŁEK DRUGORZĘDNYCH. Przez spółkę drugorzędną rozumiemy taką, która nie jest liderem w jakiejś ważnej branży. A zatem do kategorii tej, zaliczają się mniejsze przedsiębiorstwa z ważnych branż, a także wiodące firmy z mniej znaczących sektorów. Wyjątek stanowią spółki, których akcje uzyskały status „wzrostowych", wtedy nie uważa się ich za „drugorzędne".

W latach 20., podczas wielkiej hossy, stosunkowo niewiele różniło liderów branż od innych, dość dużych spółek notowanych na giełdzie. Dominowało przekonanie, że przedsiębiorstwo średniej wielkości jest wystarczająco silne, aby przetrwać burze, a jednocześnie ma znacznie większe szanse na naprawdę spektakularną ekspansję niż spółka, która już rozrosła się do ogromnych rozmiarów. Jednak recesja z lat 1932–1933, miała katastrofalny wpływ na firmy, które pod względem wielkości lub stabilności nie zaliczały się do pierwszego szeregu. Po tych doświadczeniach, wielu inwestorów zaczęło przejawiać skłonność do liderów branż oraz brak zainteresowania spółkami o drugorzędnym znaczeniu. W efekcie, zwykle akcje tej drugiej grupy sprzedawały się po cenach – w stosunku do zysków i aktywów – znacznie niższych niż akcje pierwszej grupy. W wielu przypadkach, cena spadała tak nisko, że akcje można było uznać za okazyjne.

Lekceważąc akcje spółek drugorzędnych, nawet gdy sprzedawały się po relatywnie niskich cenach, inwestorzy wyrażali przekonanie lub obawę, że czeka je ponura przyszłość. W istocie kalkulowali – przynajmniej podświadomie – że każda cena jest za wysoka, ponieważ spółki te są skazane na klęskę. Podobnie w 1929 roku, spółkom typu *blue chip* towarzyszyło przekonanie, że żadna cena nie jest dla nich za wysoka, ponieważ mają przed sobą nieograniczone możliwości. Były to poglądy przesadzone i doprowadziły do poważnych błędów inwestycyjnych. W gruncie rzeczy, typowa, średniej wielkości firma notowana na giełdzie, w porównaniu z przeciętnym przedsiębiorstwem prywatnym, jest całkiem duża. Nie istnieją powody, dla których te firmy miałyby zaprzestawać swej działalności i przestać przynosić przyzwoite zyski, mimo zmiennych losów naszej gospodarki.

Z tego krótkiego przeglądu wynika, że giełda miewa nierealne podejście do drugorzędnych spółek i dlatego w spokojnych, normalnych czasach pojawiają się niezliczone przypadki niedowartościowania akcji. Okres II wojny światowej i powojennej hossy, okazał się dla małych spółek korzystniejszy, ponieważ zawieszono normalne zasady konkurencji i małe firmy mogły spektakularnie zwiększać obroty oraz zyski. Tak więc do 1946 roku, nastąpiło całkowite odwrócenie sytuacji rynkowej w stosunku do okresu przedwojennego. Chociaż czołowe akcje z indeksu DJIA od końca 1938 roku, do maksimum roku 1946, wzrosły tylko o 40%, to w tym samym okresie wskaźnik Standard & Poor's dla akcji z niższymi cenami, podskoczył aż o 280%. Liczni spekulanci i inwestorzy – z przysłowiową krótką pamięcią graczy giełdowych – ochoczo kupowali po zawyżonych cenach stare i nowe emisje mało ważnych spółek. Wahadło odchyliło się w stronę przeciwnego ekstremum. Wśród tych samych akcji drugorzędnych, które dawniej stwarzały wiele możliwości zakupów okazyjnych, teraz pojawiły się przykłady zawyżania cen zbytu i nadmiar entuzjazmu. To samo zjawisko powtórzyło się w odmienny sposób w roku 1961 i roku 1968 – wtedy stawiano przede wszystkim na nowe oferty małych spółek, o znaczeniu jeszcze niższym niż drugorzędne oraz na niemal wszystkie firmy z pewnych faworyzowanych sektorów, na przykład przedsiębiorstwa „elektroniczne", „komputerowe", „franczyzowe" i inne.*

* Od 1975 roku do 1983 roku, małe („drugorzędne") spółki, prześcigały duże o średnio 17,6 punktów procentowych rocznie. Ogół inwestorów ochoczo przyjmował niewielkie przedsiębiorstwa, wyspecjalizowały się w nich setki funduszy, a w następnym dziesięcioleciu małe przedsiębiorstwa miały osiągać *tylko* o pięć punktów procentowych rocznie więcej niż duże. Cykl rozpoczął się na nowo w 1999 roku, gdy małe spółki prześcignęły duże o prawie dziewięć punktów procentowych, zachęcając banki inwestycyjne do organizowania pierwotnych sprzedaży publicznych, setek drobnych, modnych spółek technologicznych. Zamiast słów „elektronika", „komputery", „franczyza", na ustach inwestorów gościły słowa „dotcom", „światłowód", „bezprzewodowy" i wszystkie z prefiksem e-.

Jak można było się spodziewać, późniejszy spadek rynku najmocniej uderzył właśnie w te akcje o zawyżonych cenach. W niektórych przypadkach, tak silnie, że doprowadziło to do wyraźnego zaniżenia cen.

Skoro większość cen akcji drugorzędnych przeważnie bywa zaniżona, to na jakiej podstawie inwestor może uznać, że taka sytuacja przyniesie mu zyski? Czy jeśli sytuacja przedłuży się, to będzie on tkwił w tej samej pozycji, którą przyjął na początku? Odpowiedź jest nieco skomplikowana. Zakup drugorzędnych spółek po okazyjnych cenach, przynosi znaczne zyski na kilka sposobów. Po pierwsze, stopa zwrotu z dywidendy jest stosunkowo wysoka. Po drugie, reinwestowane zyski są duże w porównaniu do ceny, i w efekcie muszą mieć na nią wpływ. Dzięki temu, na przestrzeni pięciu do siedmiu lat, korzyści z tak dobranych spółek mogą urosnąć do całkiem sporych rozmiarów. Po trzecie, hossa najlepiej wpływa na najtańsze papiery i okazyjnie kupowane akcje mogą zdrożeć do poziomu co najmniej realnego. Po czwarte, nawet w ciągu stosunkowo nudnych okresów na giełdzie, zachodzi ciągły proces regulacji cen i dlatego akcje drugorzędne, wcześniej niedowartościowane, mogą zdrożeć co najmniej do typowego poziomu w danej kategorii. Po piąte, konkretne czynniki odpowiedzialne za niezadowalające zyski spółki, mogą zostać skorygowane przez stworzenie nowych warunków, przyjęcie nowej polityki albo zmiany w zarządzaniu.

W ostatnich czasach, nowym i ważnym zjawiskiem okazało się przejmowanie małych spółek przez duże, które często odbywało się w ramach programu dywersyfikacji. W takich przypadkach, niemal zawsze oferowano dość hojne ceny wykupu, znacznie przewyższające okazyjne ceny notowane jeszcze całkiem niedawno.

Kiedy stopy procentowe były sporo niższe niż w 1970 roku, do papierów okazyjnych zaliczały się również obligacje i akcje uprzywilejowane, sprzedawane z dużym rabatem w stosunku do ceny nominalnej. Obecnie sytuacja wygląda inaczej i nawet dobrze zabezpieczone papiery, jeśli ich oprocentowanie wynosi na przykład $4^1/_2$ lub mniej, sprzedaje się z dużym rabatem. Przykład: obligacje American Telephone & Telegraph z kuponem $2^5/_8$ i terminem wykupu w roku 1986, sprzedawano w roku 1970 po zaledwie 51; obligacje Deere & Co. z kuponem $4^1/_2$ i terminem wykupu w roku 1983 – tylko po 62. W niezbyt odległej przyszłości może się okazać, że obecnie ceny tych papierów są okazyjne – o ile podstawowe stopy procentowe znacznie spadną. Jeśli szukamy obligacji okazyjnych w bardziej tradycyjnym rozumieniu, być może powinniśmy znów obejrzeć się za hipotecznymi obligacjami linii kolejowych, które obecnie przeżywają trudności finansowe, a ich papiery sprzedają się po 20% do 30% ceny nominalnej. Nie jest to jednak dziedzina łatwa dla inwestora niedoświadczonego, bo jeśli zabraknie mu wyczucia wartości, może się mocno sparzyć. Jednak w obszarze tym panuje tendencja do przesadnych spadków i dlatego warto poddać tę grupę papierów wartościowych starannej i odważnej analizie. W dziesięcioleciu kończącym się w 1948 roku, obligacje wartych miliardy dolarów zaniedbanych linii kolejowych, oferowały liczne i spektakularne okazje. Później takie możliwości pojawiały się już dość rzadko. Mimo to, mogą powrócić w latach 70.*

Sytuacje specjalne albo „próby"

Jeszcze niedawno, pole to gwarantowało atrakcyjną stopę zwrotu wszystkim, którzy wiedzieli, jak się po nim poruszać. I to niemal w każdej sytuacji rynkowej. Nie było to terytorium zakazane dla szerokich rzesz inwestorów. Osoby mające żyłkę do takich przedsięwzięć mogły z powodzeniem brać się za nie, bez akademickich studiów i praktyk. Inni, na tyle bystrzy, aby dostrzec skuteczność metody, podłączali się do błyskotliwych młodzieńców, którzy posiadali fundusze przeznaczone przede wszystkim na tego typu „sytuacje specjalne". Jednak ostatnio, z powodów, którymi zajmiemy się później, obszar ten stał się bardziej ryzykowny i mniej dochodowy. Być może sytuacja poprawi się w kolejnych latach. W każdym razie, warto omówić istotę i korzenie takich operacji, na jednym czy dwóch przykładach.

Typowa „sytuacja specjalna" powstawała wówczas, gdy zwiększała się liczba transakcji, w wyniku których duże firmy przejmowały małe, i coraz większa liczba zarządów traktowała jak świętość, koncepcję dywersyfikacji produktów. Często wydaje się, że firma zrobi lepszy interes, jeśli przejmie istniejące przedsiębiorstwo z branży, w której chce wystartować, niż jeśli od zera zbuduje nową firmę. Aby umożliwić takie przejęcie i zdobycie zgody większości akcjonariuszy mniejszej firmy, prawie zawsze winduje się cenę powyżej obecnego poziomu. Takie posunięcia, stwarzają interesujące szanse na zysk wszystkim tym, którzy znają się na danej dziedzinie i dzięki doświadczeniu potrafią dokonać dobrej oceny.

Całkiem niedawno, sprytni inwestorzy dużo zarobili, kupując obligacje linii kolejowych, wobec których było prowadzone postępowanie upadłościowe. Dobrze wiedzieli, że po reorganizacji danego przedsiębiorstwa, jego obligacje będą warte znacznie więcej niż w chwili zakupu. Po publicznym

* Dzisiaj, obligacje zaniedbanych linii kolejowych nie są żadną okazją. Mimo to, po krachu giełdowym z lat 2000–2002, jak już było wspominane, kłopotliwe i stresujące „obligacje-śmieci", podobnie jak obligacje zamienne, emitowane przez przedsiębiorstwa zaawansowanych technologii, mogą przedstawiać pewną realną wartość. Kluczem jest jednak dywersyfikacja – i kwota minimum 100 tys. dolarów, przeznaczona wyłącznie na te stresujące papiery. Jeśli zatem nie jesteś multimilionerem, tego rodzaju dywersyfikacja nie jest dobrym rozwiązaniem.

ogłoszeniu planów reorganizacyjnych, prawie zawsze wypuszczano na giełdę nowe papiery. Zazwyczaj sprzedawano je po cenie znacznie wyższej niż koszt starych papierów, które można było wymieniać na nowe. Wprawdzie istniało ryzyko, że plany nie zostaną zrealizowane albo dojdzie do niespodziewanych opóźnień, ale generalnie takie operacje okazywały się wysoce dochodowe.

Podobne możliwości pojawiły się w wyniku wejścia w życie nowego prawa z 1935 roku, które doprowadziło do podziału przedsiębiorstw użyteczności publicznej. Okazywało się bowiem, że po przekształceniu z holdingu w grupę odrębnych spółek, niemal zawsze były warte znacznie więcej.

Za tym zjawiskiem stoi tendencja giełdy do zaniżania ceny papierów wartościowych, które wiążą się z jakimiś skomplikowanymi procedurami prawnymi. Stare przysłowie z Wall Street mówi: „Nigdy nie kupuj postępowania sądowego". To dobra rada dla spekulantów nastawionych na szybkie operacje. Ale gdyby wszyscy inwestorzy wychodzili z takiego założenia, ograniczaliby sobie szanse na okazyjne zakupy papierów spółek podlegających postępowaniu sądowemu, ponieważ uprzedzenie wobec takiej sytuacji, powoduje spadek cen do niesłychanie niskich poziomów.*

Wykorzystywanie momentów szczególnych, to techniczne podejście do inwestowania, które wymaga nietypowej mentalności i nietypowego wyposażenia. Prawdopodobnie, tylko niewielki odsetek naszych przedsiębiorczych inwestorów zechce się w nie angażować, a książka ta nie jest odpowiednim miejscem, na wyjaśnianie wszystkich związanych z tym komplikacji.[6]

Szersze następstwa naszych reguł

Przedstawiona tutaj polityka inwestycyjna, zależy przede wszystkim od tego, czy inwestor przyjmuje rolę defensywną (bierną) czy ofensywną (aktywną). Inwestor ofensywny, musi mieć znaczną wiedzę na temat wartości papierów wartościowych – przynajmniej taką, aby swoje transakcje na rynku papierów wartościowych uznać za równoznaczne z działalnością gospodarczą. Tu nie ma miejsca, na żadne pośrednie odcienie między ofensywnością a defensywnością. A wielu, może nawet większość, inwestorów chce się zaliczać do pośredniej kategorii. Naszym zdaniem, taki kompromis nie prowadzi do sukcesów, tylko do rozczarowań.

* Klasycznego przykładu, dostarczyło niedawno przedsiębiorstwo Philip Morris, którego akcje straciły 23% wartości w dwa dni, po tym, jak sąd Florydy wyznaczył ławników do rozpatrzenia roszczeń o odszkodowanie w wysokości 200 mld dolarów, wobec firmy, która przyznała w końcu, że palenie może powodować raka. Rok później, akcje Philip Morris były warte dwa razy więcej, ale zaraz znów spadły po orzeczeniu sądu z Illinois, obciążającego firmę na miliardy dolarów. Procesy o odszkodowania praktycznie zniszczyły kilka innych przedsiębiorstw, m.in. Johns Manville, W.R.Grace i USG Corp. A zatem „nigdy nie kupuj postępowania sądowego", pozostaje aktualne dla wszystkich, z wyjątkiem najbardziej nieustraszonych inwestorów.

Inwestor nie może zostać „w połowie biznesmanem", licząc, że na swoim kapitale będzie zarabiał połowę tego, co biznesmen.

Wniosek z tego rozumowania wynika taki, że większość właścicieli papierów wartościowych powinna wybrać dla siebie kategorię defensywną. Brak im czasu, determinacji i przymiotów umysłu, aby traktować inwestowanie jako „quasi-biznes". Dlatego powinni być zadowoleni ze znakomitych zysków, jakie zapewnia im portfel defensywny (a nawet z mniejszych), i powinni oprzeć się pokusie zbaczania na ścieżki obiecujące wyższe zyski.

Przedsiębiorczy inwestor, jest w stanie właściwie prowadzić transakcje papierami wartościowymi, do których wystarcza mu umiejętności oraz osądu, i które wydają mu się obiecujące pod względem *ustalonych standardów biznesowych*.

W naszych zaleceniach i przestrogach, namawiamy do przestrzegania takich norm biznesowych. Dla inwestora defensywnego mamy trzy zasadnicze wymogi, o znaczeniu psychologicznym i arytmetycznym – bezpieczeństwo, prostota doboru i obietnica satysfakcjonujących wyników. Dzięki takim kryteriom, możemy z pola rekomendowanych inwestycji, wykluczyć wiele kategorii papierów wartościowych, które zazwyczaj uchodzą za stosowne dla określonych inwestorów. Lista nieodpowiednich papierów, została zamieszczona w pierwszym rozdziale na str. 39.

Zastanówmy się nieco głębiej niż przedtem, jakie znaczenie ma dla nas wykluczenie niektórych papierów. Odradzaliśmy kupowanie po „pełnej cenie" trzech ważnych kategorii papierów: obligacji zagranicznych, akcji uprzywilejowanych i zwykłych akcji drugorzędnych, w tym oczywiście także w ofertach pierwotnych. Większość defensywnych inwestorów, unika takich papierów, bez względu na cenę. A inwestor przedsiębiorczy kupuje je tylko wtedy, gdy dostanie obniżoną cenę – pod którą rozumiemy nie więcej niż dwie trzecie ceny nominalnej.

Co by było, gdyby wszyscy inwestorzy stosowali się do przedstawionych tutaj zaleceń? Kwestię tę – w odniesieniu do obligacji zagranicznych – rozpatrywaliśmy na str. 136, i nie mamy tu już nic do dodania. Akcje preferowane kupowałyby tylko instytucje, na przykład przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe, które korzystałyby ze specjalnego statusu podatkowego, jaki zapewnia posiadanie takich papierów.

Nasza polityka wykluczania niektórych papierów, najwięcej problemów przysparza w kwestii drugorzędnych akcji zwykłych. Gdyby inwestorzy, zaliczani do kategorii defensywnych, wcale ich nie kupowali, w znacznej mierze spadłaby liczba potencjalnych nabywców. Poza tym, gdyby inwestorzy ofensywni kupowali je tylko po okazyjnej cenie, wszystkie byłyby skazane na sprzedaż poniżej rzeczywistej wartości, z wyjątkiem tych, które zakupiono bez stosownego namysłu.

Być może, twierdzenia te wydają się surowe, a nawet nieetyczne. Jednak prawda wygląda tak, że my po prostu rozpatrujemy to, co dzieje się w tej dziedzinie przez większość ostatniego czterdziestolecia. Ceny akcji drugorzędnych, oscylują wokół poziomu znacznie niższego niż ich rzeczywista wartość. Czasami osiągają ją, a nawet przewyższają, ale dochodzi do tego wyłącznie w najlepszych okresach hossy, gdy doświadczenia praktyczne uczą, że płacenie za akcje zwykłe tylko okazyjnych cen nie zawsze jest zasadne.

Sugerujemy więc jedynie, że ofensywny inwestor powinien sam dostrzegać, co się dzieje i zaakceptować fakt, że środkowy poziom giełdy to norma dla papierów drugorzędnych i powinien on stanowić wskazówkę, do samodzielnego ustalania poziomów cen.

Niemniej jednak, istnieje tu pewien paradoks. Dobrze dobrane akcje drugorzędne, mogą być równie obiecujące, jak akcje liderów branży. Wprawdzie mniejszym firmom brakuje stabilizacji, ale za to mają większe szanse na rozwój. W efekcie określenie „bez stosownego namysłu", w odniesieniu do zakupu akcji drugorzędnych po „pełnej cenie", niektórym czytelnikom może wydawać się nielogiczne. Jednak, naszym zdaniem, o logice w największej mierze decyduje doświadczenie. Historia finansów wyraźnie pokazuje, że z akcji drugorzędnych inwestor może spodziewać się satysfakcjonujących zysków, jeśli kupuje je poniżej wartości, którą mają dla właściciela prywatnego, a więc po cenie okazyjnej.

Ostatnie zdanie sugeruje, że ta zasada odnosi się do zwyczajnego inwestora, który nie jest w żaden sposób powiązany ze spółką. Każdy, kto ma wpływ na działalność przedsiębiorstwa emitującego drugorzędne akcje lub należy do zespołu mającego taki wpływ, może kupować udziały na tej samej zasadzie, jakby inwestował w „akcje przedsiębiorstwa niedostępne dla ogółu inwestorów" albo w każdą inną prywatną firmę. Różnice między byciem „kimś z wewnątrz" i „kimś z zewnątrz" oraz przyjmowana w efekcie polityka inwestycyjna, stają się ważniejsze niż sama działalność przedsiębiorstwa. Do podstawowych cech, charakteryzujących przedsiębiorstwa wiodące, zalicza się tę, że każda pojedyncza akcja warta jest tyle samo, co akcja należąca do pakietu kontrolnego. W firmach drugorzędnych, przeciętna wartość rynkowa akcji jest znacznie mniejsza niż akcji z pakietu kontrolnego. Dlatego, w przedsiębiorstwach drugorzędnych, kwestia relacji między zarządem a udziałowcami, oraz między akcjonariuszami „z zewnątrz" i „z wewnątrz", jest dużo ważniejsza i budzi więcej kontrowersji niż w przypadku przedsiębiorstw wiodących.

Pod koniec Rozdziału 5. skomentowaliśmy trudności w przeprowadzaniu szybkiego i jednoznacznego podziału na przedsiębiorstwa wiodące i drugorzędne. Wiele firm będących w pobliżu tej granicy, zdradza pośrednie cechy zachowań cen. W myśl teorii, że do zakwalifikowania się do kategorii wiodącej jest im niedaleko, i że w najbliższej przyszłości mogą zostać do niej zaliczone, z punktu widzenia inwestora nie byłoby od rzeczy, kupowanie tego typu papierów z *niewielką* zniżką wobec wartości lub ceny sugerowanej.

A zatem, podział na akcje firm wiodących i drugorzędnych, nie musi być precyzyjny. Gdyby tak było, niewielkie różnice jakości, prowadziłyby do ogromnych różnic w określaniu ceny zakupu. Tym samym przyznajemy, że istnieje pewien pośredni pas graniczny między kategoriami akcji zwykłych, ale odradzamy inwestorom poruszanie się po tym terenie. Przyczyna naszej pozornej niekonsekwencji jest prosta – w niepewności, jak zaklasyfikować dany papier wartościowy nie ma nic złego, bo są to przypadki wyjątkowe i w ogólnym rozrachunku nie liczą się za bardzo. Natomiast dla inwestora, wybór między przyjęciem pozycji defensywnej lub ofensywnej, ma znaczenie kolosalne i dlatego podejmując tak zasadniczą decyzję, nie może sobie pozwolić na żadne niejasności ani kompromisy.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 7

Zbicie fortuny wymaga dużej dozy śmiałości i ogromu uwagi. A utrzymanie jej dziesięć razy tyle.

Nathan Mayer Rothschild

Wyczucie czasu

W idealnej sytuacji, inteligentny inwestor trzymałby akcje, gdy są tanie, sprzedawał, gdy drożeją, a potem przerzucał się na obligacje i gotówkę aż do czasu, gdy akcje stanieją na tyle, żeby znów można było je kupić. Pewne badania wykazały, że od roku 1966 do roku 2001, 1 dolar trzymany stale w akcjach, dałby 11,71 dolara. Ale jeśli wyprzedawałbyś akcje przed pięcioma najgorszymi dniami w roku, ten sam dolar dałby 987,12 dolara.*

Podobnie, jak większość cudownych koncepcji dotyczących giełdy, tak i ta jest naciągana. Bo jak niby określić, które dni w roku są najgorsze... I to zanim nadejdą? 7 stycznia 1973 roku, *New York Times* opublikował wywiad z jednym z czołowych prognostyków finansowych, który kupował akcje bez wahania: – Rzadko kiedy bywa sytuacja taka jak teraz, że można z taką pewnością stawiać na wzrost cen. Prognostyk ten, nazywa się Alan Greenspan i rzadko kiedy można z taką pewnością powiedzieć, że przyszły prezes Federalnej Rezerwy mylił się sromotnie. Dla rozwoju gospodarczego i giełd papierów wartościowych, rok 1973 i rok 1974, okazały się najgorsze od czasów wielkiej recesji.**

Czy profesjonaliści potrafią lepiej odbierać giełdę niż Alan Greenspan? – Nie widzę powodów, aby zaprzeczać, że najgorsze spadki mamy już za sobą – oznajmiła 3 grudnia 2001 roku, Kate Leary Lee, prezes firmy analitycznej R. M. Leary & Co. – Teraz mamy dobry czas, aby inwestować na giełdzie

* *The Truth Abort Timing*, *Barron's*, 5 listopada 2001, str. 20. Nagłówek tego artykułu, stale przypomina o nieugiętej zasadzie inteligentnego inwestora. Gdy w tekście o inwestowaniu widzisz słowo „prawda", podwajaj ostrożność. Wiele zdań zawierających ten wyraz, to prawdopodobnie kłamstwa (po pierwsze, gdyby inwestor kupił akcje w 1966 roku i trzymał je do końca 2001 roku, miałby z jednego dolara co najmniej 40, a nie 11,71, bo badania cytowane przez *Barron's*, nie uwzględniały reinwestowania dywidend).

** *New York Times*, 7 stycznia 1973, specjalna rubryka *Economic Survey*, str. 2, 19 i 44.

– dodała, prognozując, że w pierwszym kwartale 2002 roku, akcje „wypadną dobrze".* Przez kolejne trzy miesiące, akcje uzyskały rentowność 0,28%, czyli o 1,5 punktu procentowego mniej niż gotówka.

Leary nie była odosobniona. Badania profesorów z Duke University pokazują, że jeśli słuchałeś rad 10% najlepszych biuletynów giełdowych, to od roku 1991 do roku 1995, mogłeś zarobić 12,6% rocznie. Ale jeśli je zignorowałeś i inwestowałeś w fundusz akcji indeksowanych, mogłeś zarobić 16,4%.*

Jak zauważył duński filozof Søren Kierkegaard, w życiu trzeba iść do przodu, ale można je zrozumieć tylko patrząc wstecz. Patrząc w przeszłość, zawsze można ustalić, kiedy powinno się kupować, a kiedy sprzedawać akcje. Nie dajmy się nabrać, że można to robić na bieżąco. Na rynkach finansowych krótkowzroczność jest normą, a dalekosiężne perspektywy to ślepota, dlatego dla większości inwestorów wyczucie odpowiedniej chwili jest emocjonalnie i praktycznie niemożliwe.**

Co na tapecie...

Wzrost akcji często sprawia wrażenie, że nie podlega grawitacji, tak jak statek kosmiczny, który wchodzi w stratosferę ziemską i nabiera prędkości. Przyjrzyjmy się trajektorii wzrostu cen akcji, trzech najpopularniejszych spółek lat dziewięćdziesiątych: General Electric, Home Depot i Sun Microsystems (patrz: Ilustracja 7.1.).

Z roku na rok, od 1995 do 1999, każda z nich stawała się bardziej dochodowa i akcje każdej drożały. Według Value Line, dochody GE wzrosły o 29%, a zyski o 69%. W przypadku Sun i Home Depot, zyski na akcje prawie potroiły się.

Ale zaszło coś jeszcze – coś, co Grahama nie zaskoczyłoby ani trochę. Im szybszy rozwój tych firm, tym bardziej drożały ich akcje. A gdy ceny akcji rosną szybciej niż rozwój firmy, dla inwestorów zawsze kończy się to źle. Jak widać na Ilustracji 7.2.

* Wiadomość prasowa, *It's good time to be in the market, says R. M. Leary & Company*, 3 grudnia 2001.

** Mogłeś również zaoszczędzić tysiące dolarów, na rocznych opłatach za prenumeratę (których nie uwzględniono w kalkulacjach). A poza tym, prowizje maklerskie i podatki dla krótkoterminowych inwestorów, są zwykle znacznie wyższe niż dla inwestorów, którzy kupują akcje i trzymają je. Więcej na temat badań Duke Uniersity, znajdziesz w: John R. Graham i Campbell R. Harley, *Grading the Performance od Market-Timing Newsletters*, *Financial Analysts Journal*, listopad–grudzień 1997, str. 54–66, dostępny także na www.duke.edu/-charvey/research.htm.

*** Więcej na temat alternatywnych metod, czyli market timing (wyczucia czasu) i uśredniania kosztów zakupu – w Rozdziałach 5. i 8.

Tabela 7.1. Do góry...

		1995	1996	1997	1998	1999
General Electric	przychody (mln dol.)	43 013,00	46 119,00	48 952,00	51 546,00	55 645,00
	zysk na akcję (dol.)	0,65	0,73	0,83	0,93	1,07
	roczna stopa zwrotu z akcji (%)	44,5	40,0	50,6	40,7	53,2
	wskaźnik cena/zysk na zakończenie roku	18,4	22,8	29,9	36,4	47,9
Home Depot	przychody (mln dol.)	15 470,00	19 536,00	24 156,00	30 219,00	38 434,00
	zysk na akcję (dol.)	0,34	0,43	0,52	0,71	1,00
	roczna stopa zwrotu z akcji (%)	4,2	5,5	76,8	108,3	68,8
	wskaźnik cena/zysk na zakończenie roku	32,3	27,6	37,5	61,8	73,7
Sun Microsystems	przychody (mln dol.)	5 902,00	7 095,00	8 598,00	9 791,00	11 726,00
	zysk na akcję (dol.)	0,11	0,17	0,24	0,29	0,36
	roczna stopa zwrotu z akcji (%)	157,0	12,6	55,2	114,7	261,7
	wskaźnik cena/zysk na zakończenie roku	20,3	17,7	17,9	34,5	97,7

Źródła: Bloomberg, Value Line.

Wyjaśnienia: Przychody i zyski w latach fiskalnych; stopa zwrotu z akcji w roku kalendarzowym; wskaźnik cena/zysk z 31 grudnia – cena podzielona przez zyski z poprzednich czterech kwartałów.

Tabela 7.2. Spojrzenie w dół

	Cena akcji 31.12.99 (w dol.)	Cena akcji 31.12.02 (w dol.)	Wskaźnik c/z 31.12.99	Wskaźnik c/z marzec 2003
General Electric	51,58	24,35	48,1	15,7
Home Depot	68,75	23,96	97,4	14,3
Sun Microsystems	38,72	38,72	123,3	n/d

n/d: nie dotyczy; w 2002 roku Sun poniosła stratę.
Źródła: www.morningstar.com, yahoo.marketguide.com

Inwestycja w znakomitą firmę wcale nie musi być znakomita, jeśli płacisz za akcje zbyt drogo.

Im bardziej ceny akcji rosną, tym bardziej wydaje się, że nadal będą rosły. Ale takie instynktowne podejście, stoi w sprzeczności z fundamentalnym prawem fizyki finansowej: im coś większe, tym wolniej rośnie. Przedsiębiorstwo warte miliard dolarów, bez większego trudu może podwoić swoje obroty, gdzie jednak firma warta 50 mld znajdzie dla siebie kolejne 50 mld?

Akcje rozwijających się firm warto kupować, gdy mają rozsądne ceny. Ale gdy wskaźnik cena/zysk przekracza 25 lub nawet 30, to szanse są marne:

- Dziennikarka Carol Loomis ustaliła, że od 1960 roku do 1999 roku, tylko ośmiu spośród 150 największych przedsiębiorstw na liście *Fortune 500*, udało się przez dwie dekady osiągnąć zyski o 15% wyższe od średniej rocznej.*

- Firma Stanford C. Bernstein & Co. przejrzała dane z 50 lat i wykazała, że tylko 10% dużych amerykańskich przedsiębiorstw, przez pięć kolejnych lat, poprawiało swoje zyski o 20%. Tylko 3% z nich poprawiało zyski o 20% przez 10 lat z rzędu, a żadnej z nich nie udało się to przez 15 lat po kolei.**

- Akademickie badania tysięcy amerykańskich spółek akcyjnych pokazują, że od 1951 roku do 1998 roku, we wszystkich dziesięcioletnich okresach, zyski netto rosły średnio o 9,7% rocznie. Ale wśród 20% największych firm, roczny wzrost zysków wyniósł tylko 9,3%.***

Nawet wielu liderów dużych przedsiębiorstw, nie przyjmuje do wiadomości tych zjawisk (patrz: Ramka na str. 174). Ale inteligentny inwestor interesuje się wzrostem akcji spółek nie wtedy, gdy są u szczytu popularności, ale wówczas, gdy dzieje się coś złego. W lipcu 2002 roku, Johnson & Johnson ogłosiła, że inspektorzy federalni wszczynają dochodzenie w sprawie fałszywych zapisów księgowych w jednej z wytwórni leków i akcje w ciągu jednego dnia spadły o 16%. W ten sposób, wskaźnik cena/zysk J&J z ostatnich 12 miesięcy spadł z 24 do 20. Na tak niskim poziomie akcje J&J znów miały potencjał wzrostowy, a spółka ta stanowiła świetny przykład tego, co Graham nazywał „stosunkowo niepopularną dużą firmą".**** Taka chwilowa utrata popularności, umożliwia kupno znakomitych akcji po umiarkowanej cenie i zgromadzenie trwałego majątku.

* Carol J. Loomis, *The 15% Delusion*, *Fortune*, 5 lutego 2001, str. 102–108.
** Patrz: Jason Zweig, *A Matter of Expectations*, *Money*, styczeń 2001, str. 45–50.
*** Louis K.C. Chan, Jason Kacerski i Josef Lakonishok, *The Level and Persistence of Growth Ratek*, Krajowe Biuro Badań Gospodarczych, dokument nr 8282, maj 2001, dostępny na www.nber.org/papers/w8282.
**** Niemal dokładnie 20 lat wcześniej, w październiku 1982 roku, ceny akcji J&J straciły 17,5% w ciągu tygodnia po tym, gdy kilku ludzi zmarło po zażyciu Tylenolu, który przez nieznaną osobę został skażony cyjankiem. Firma J&J zareagowała wprowadzeniem pionierskich zabezpieczeń podczas pakowania i jej akcje stały się jedną z najlepszych inwestycji lat osiemdziesiątych.

Dużo szumu, mało efektów

Nie tylko inwestorzy padają ofiarą złudzeń, że ogromny wzrost będzie trwał wiecznie. W lutym 2000 roku, dyrektora generalnego Nortel Networks, Johna Rotha, zapytano, jak bardzo może rozwinąć się jego wielkie przedsiębiorstwo światłowodowe. „W branży notujemy wzrost 14% do 15% rocznie" – odparł Roth. – „My planujemy wzrost o 6 punktów wyższy. Dla firmy naszych rozmiarów to sporo. Przez minione sześć lat akcje Nortel rosły prawie 51% rocznie i ich cena była 87 razy wyższa niż przewidywany przez Wall Street zysk w 2000 roku". Czy cena akcji była zawyżona? „Jest wysoka" – Roth wzruszył ramionami. – „Ale nasza wartość znacznie wzrośnie, gdy zaczniemy realizować strategię technologii bezprzewodowej" (dodał też, że przecież Cisco Systems jest wyceniane na giełdzie 121 razy powyżej planowanych zysków!).[1]

Jeśli chodzi o Cisco, to w listopadzie 2000 roku, dyrektor generalny John Chambers twierdził, że wzrost jego firmy osiągnie przynajmniej 50% rocznie. „Z logiki wynika" – deklarował – „że nastąpiło załamanie". Ceny akcji Cisco spadały i wskaźnik cena/zysk z poprzedniego roku wynosił tylko 98. Dlatego Chambers zachęcał inwestorów do kupowania. „Bo gdzie indziej inwestować?" – pytał. – „Teraz nadarza się szansa".[2]

Ale przedsiębiorstwa te, zanotowały nie wzrost, lecz spadek, a zawyżone ceny ich akcji gwałtownie spadły. W 2001 roku, zyski Nortela zmalały o 37% i firma straciła w tym roku 26 mld dolarów. Wprawdzie przychody Cisco wzrosły w 2001 roku o 18%, ale strata netto wyniosła miliard dolarów. W chwili rozmowy z Rothem, akcje Nortela kosztowały 113,50 dolara, a na koniec 2002 roku tylko 1,65 dolara. Akcje Cisco, gdy Chambers mówił o „załamaniu", kosztowały 52 dolary, a potem spadły do 13 dolarów.

Od tamtej pory, obydwa przedsiębiorstwa podchodzą do prognoz na przyszłość z większą ostrożnością.

[1] Lisa Gibbs, *Optic Uptick*, *Money*, kwiecień 2000, str. 54–55.
[2] Brooke Southall, *Cisco's Endgame Strategy*, *InvestmentNews*, 30 listopada 2000, str. 1 i 23.

Czy powinieneś włożyć wszystkie jaja do jednego koszyka

„Włóż wszystkie jaja do jednego koszyka i pilnuj go", namawiał 100 lat temu Andrew Carnegie. „Nie rozpraszaj się [...] Najwspanialsze życiowe sukcesy to wynik koncentracji". Graham zwraca uwagę, że „naprawdę wielkie fortuny powstałe dzięki akcjom", zdobyli ludzie, którzy wszystkie swoje pieniądze ulokowali w jedną, najlepiej sobie znaną inwestycję.

Niemal wszyscy najbogatsi Amerykanie, zbili fortuny dzięki skoncentrowaniu inwestycji w jednej branży, a nawet w jednej firmie (Bill Gates w Microsoft, Sam Walton w Wal-Mart, a Rockefellerowie w Standard Oil). Na liście najbogatszych Amerykanów *Forbes 400*, od rozpoczęcia jej układania w 1982 roku, dominują majątki nie zdywersyfikowane.

Ale niemal żadna z mniejszych fortun nie powstała w ten sposób. I niewiele wielkich fortun zostało w ten sposób utrzymanych. Carnegie zapomniał powiedzieć, że ta sama koncentracja prowadzi do największych życiowych porażek. Spójrzmy jeszcze raz na listę bogaczy *Forbes*. W 1982 roku, średnia wartość netto majątku osoby wymienianej na liście wynosiła 230 mln dolarów. Aby trafić do tego zestawienia w 2002 roku, osoba mająca swoją pozycję na liście w 1982 roku, musiała osiągać ze swojego majątku roczny zysk w wysokości średnio 4,5%. Przez ten czas, nawet rachunki bankowe oferowały więcej, nie mówiąc już o giełdzie, na której średni roczny wzrost wynosił 13,2%.

A zatem ile fortun z listy *Forbes 400*, zestawionej w 1982 roku, pozostało w zestawieniu w roku 2002? Tylko 64, a więc zaledwie 16%. Pozostali, z powodu wrzucania wszystkich jaj do jednego koszyka, trafili do pierwszego rankingu – gdy boom przeżywały takie branże jak naftowa i gazownicza, komputerowa oraz produkcyjna – natomiast wszystkie inne odstawione zostały na drugi plan. Żaden z tych ludzi, nie był przygotowany na ciężkie czasy, mimo przewagi jaką dawało im ogromne bogactwo. Umieli tylko stać i ze zgrozą patrzeć, jak ciągłe zmiany gospodarcze miażdżą ich jedyny koszyk, i wszystkie znajdujące się w nim jaja.*

Kosz z okazjami

Można by pomyśleć, że w naszym coraz bardziej oplecionym siecią świecie, wystarczy kiwnąć palcem, aby skompletować listę akcji, które spełniają wy-

* Za spostrzeżenia, jak zadziwiająco trudno utrzymać się na liście *Forbes 400*, jestem zobowiązany menedżerowi inwestycji Kennethowi Fisherowi (który jest też felietonistą *Forbes*).

mienione przez Grahama kryteria dobrej okazji (patrz str. 161). Jednak, choć Internet bywa bardzo pomocny, ciągle wiele pracy trzeba wykonywać ręcznie.

Weźmy dzisiejszy numer *Wall Street Journal*, otwórzmy na sekcji zajmującej się inwestycjami i spójrzmy na notowania z NYSE oraz NASDAQ, aby odszukać akcje, których ceny osiągnęły najmniejszy poziom od roku. To szybki sposób, na wyłonienie spółek, które mogłyby przejść proponowaną przez Grahama próbę kapitału obrotowego netto (w Internecie można zajrzeć na http://quote.morningstar.com/highlow.htm?msection=HighLow).

Aby ocenić, czy akcje sprzedawane są poniżej kapitału obrotowego netto, z witryny danej spółki albo z bazy danych EDGAR (www.sec.gov), ściągnij lub zamów najnowsze roczne lub kwartalne sprawozdanie. Od aktywów bieżących odejmij pasywa, łącznie z akcjami uprzywilejowanymi i zadłużeniem długoterminowym (możesz też zajrzeć do egzemplarza *Value Line Investment Survey* w miejscowej bibliotece publicznej, aby oszczędzić sobie wysokich kosztów rocznej prenumeraty. W każdym numerze, jest lista „akcji okazyjnych", zbliżających się do definicji Grahama. Większość z nich należy do branż, które ostatnio przeżyły nawałnicę, choćby telekomunikacja i zaawansowane technologie).

Na przykład 31 października 2002 roku, Comverse Technology miało 2,4 mld aktywów bieżących i miliard pasywów, co daje 1,4 mld kapitału obrotowego netto. Przy niecałych 190 mln akcji w cenie poniżej 8 dolarów za sztukę, kapitalizacja rynkowa Comverse wynosiła nieco poniżej 1,4 mld. Przy cenie poniżej wartości gotówki i majątku Comverse, działający biznes był wyprzedawany praktycznie za bezcen. Ale Graham wiedział, że na takich spółkach jak Comverse też można stracić i dlatego należy kupować je tylko wtedy, gdy wyprzedawane są po kilkadziesiąt sztuk, i cierpliwie trzymać. Jednak, w rzadkich przypadkach, gdy pani Giełda podsunie wiele takich okazji, można mieć pewność zarobienia dużych pieniędzy.

Czy prowadzisz politykę zagraniczną?

Inwestowanie w akcje spółek zagranicznych nie jest dla inteligentnego inwestora konieczne, ale wskazane. Dlaczego? Pozwólmy sobie na drobny eksperyment myślowy. Jest koniec 1989 roku, a ty jesteś Japończykiem. Oto kilka faktów:

- Przez ostatnie 10 lat, na twojej giełdzie, średni roczny zysk wynosił 21,2%, czyli znacznie powyżej 17,5% w Stanach Zjednoczonych.

- Japońskie przedsiębiorstwa wykupują w USA wszystko, od klubu golfowego Pebble Beach po Rockefeller Center. Z kolei takie amerykańskie firmy, jak Drexel Burnham Lambert, Financial Corp. of America i Texaco ogłaszają upadłość.
- Amerykański przemysł zaawansowanych technologii umiera. Japoński – rozkwita.

W 1989 roku, w kraju Wschodzącego Słońca, nie można było dojść do innego wniosku niż taki, że inwestowanie poza Japonią, to pomysł jeszcze gorszy niż automaty z sushi. Oczywiście wszystkie pieniądze ulokowałeś w akcjach japońskich.

Wynik? Przez następne 10 lat straciłeś niemal dwie trzecie kapitału.

Lekcja? Nie chodzi o to, aby nie inwestować w takie rynki zagraniczne, jak Japonia, ale o to, że Japończycy nie powinni wszystkich pieniędzy trzymać we własnym kraju. I ty też nie powinieneś. Jeśli mieszkasz w Stanach Zjednoczonych, pracujesz w Stanach Zjednoczonych i pobierasz pensję w dolarach amerykańskich, to już wiele postawiłeś na gospodarkę USA. Dla ostrożności, powinieneś część swoich inwestycji ulokować gdzie indziej. Po prostu dlatego, że nikt nigdy nie wie, jaka przyszłość czeka nasz i inne kraje. Ulokowanie jednej trzeciej pieniędzy, przeznaczonych na akcje w fundusze inwestujące, w akcje spółek zagranicznych (także na rynkach wschodzących), pomaga zabezpieczyć się przed ryzykiem inwestowania tylko na własnym podwórku.

ROZDZIAŁ 8

Inwestor a wahania rynkowe

Zmiany cen giełdowych nie mają większego wpływu na tę część portfela, która składa się z najlepszych obligacji o stosunkowo krótkich terminach wykupu – nie dłuższych niż siedmioletnie (to samo dotyczy rządowych obligacji oszczędnościowych – w każdej chwili można je zwrócić po cenie zakupu, a nawet wyższej). Obligacje o dłuższych terminach wykupu, w okresie swojej ważności mogą przechodzić znaczne zmiany cen, a akcje zwykle na przestrzeni lat, z całą pewnością będą podlegać wahaniom.

Inwestor powinien zdawać sobie sprawę z takich ewentualności i przygotować się do nich finansowo oraz psychicznie. Będzie też korzystał na zmianach poziomu cen – po pierwsze, wartość jego portfela będzie rosła z czasem, a po drugie, zapewne także zechce kupować i sprzedawać po korzystnych cenach. Takie zamiary są nieuchronne i zupełnie uzasadnione. Ale wiążą się także z całkiem realnym niebezpieczeństwem pojawienia się postaw i działań spekulacyjnych. Nam łatwo jest radzić, aby czytelnik nie spekulował. Przestrzeganie tej rady jest trudniejsze. Powtórzmy jeszcze raz to, co mówiliśmy na początku: jeśli chcesz spekulować, rób to uważnie i licz się z tym, że w końcu i tak stracisz pieniądze. Postaraj się ograniczać sumę wystawianą na ryzyko i nigdy nie mieszaj jej z pieniędzmi przeznaczonymi na program inwestycyjny.

Najpierw zajmiemy się ważniejszą sprawą zmian cen akcji zwykłych, a potem przejdziemy do obligacji. W Rozdziale 3. przedstawialiśmy historyczne wyniki zachowań giełd papierów wartościowych z ostatnich 100 lat. Teraz, od czasu do czasu, będziemy wracać do tego materiału, aby przyjrzeć się danym historycznym i zastanowić się, czego może się z nich dowiedzieć inwestor – czy to na temat długoterminowej aprecjacji portfela, utrzymywa-

nego w stosunkowo niezmiennym składzie przez kolejne wzrosty i spadki, czy też o możliwości zakupu po cenach minimalnych podczas bessy i sprzedaży po maksymalnych cenach hossy.

Wahania giełdowe jako wskazówka dla decyzji inwestycyjnych

Ponieważ ceny akcji, nawet tych uznawanych za inwestycyjne, podlegają powtarzającym się i znacznym wahaniom, inteligentny inwestor powinien być zainteresowany możliwościami osiągania korzyści z ruchu tego wahadła. Może w tym celu zastosować jedną z dwóch metod: *określania czasu* lub *określania ceny*. Przez metodę *określania czasu*, rozumiemy próbę przewidzenia zachowania rynku – kupowanie lub utrzymywanie portfela, gdy przesądzony wydaje się wzrost oraz sprzedawanie i powstrzymywanie się od zakupów, gdy ceny na giełdzie zaczynają spadać. Przez *określanie ceny* rozumiemy operację polegającą na kupowaniu akcji, gdy są notowane poniżej rzeczywistej wartości oraz sprzedawaniu, gdy przekraczają tę wartość. Mniej ambitna forma *określenia ceny*, polega po prostu na upewnieniu się przed zakupem, czy za upatrzone akcje nie płaci się zbyt wiele. Inwestorowi defensywnemu, nastawionemu na długoterminowe utrzymywanie portfela, taka forma może wystarczyć. Ale jest to minimum uwagi, jaką należy poświęcić obserwacji poziomu cen giełdowych.[1]

Jesteśmy przekonani, że inteligentny inwestor jest w stanie osiągać zadowalające wyniki z obydwu rodzajów *określania ceny*. Równie stanowczo twierdzimy, że jeżeli zbyt wiele uwagi będzie przykładał do *ustalania czasu* – w celach prognostycznych – to skończy jak spekulant i będzie osiągać zysk spekulacyjny. Takie rozróżnienie laikowi może wydać się dość niejednoznaczne, a na Wall Street nie jest jeszcze powszechnie akceptowane. Pod wpływem praktyki i prawdopodobnie głęboko zakorzenionego przekonania, maklerzy giełdowi oraz serwisy inwestycyjne, kurczowo trzymają się przekonania, że zarówno inwestorzy, jak i spekulanci lokujący pieniądze w akcjach, powinni wiele uwagi poświęcać prognozom giełdowym.

Naszym zdaniem, im dalej od Wall Street, tym większy sceptycyzm w stosunku do przewidywań i prognoz giełdowych. Inwestor nie może traktować poważnie wszystkich niezliczonych prognoz, które pojawiają się prawie codziennie i są dostępne na każde skinienie. Jednak często działa pod ich wpływem. Dlaczego? Ponieważ przekonano go, że wyrobienie sobie opinii na temat rozwoju rynku akcji w przyszłości jest dla niego ważne,

i uważa, że przewidywania maklerów albo serwisów inwestycyjnych są trochę bardziej wiarygodne niż jego własne.*

Nie ma tu miejsca na szczegółowe omówienie wszystkich „za" i „przeciw", dotyczących prognoz giełdowych. Z pewnością w tę dziedzinę zaprzęgnięto wiele „mocy intelektualnych" i niewątpliwie *niektórzy* ludzie sporo zarabiają dzięki temu, że są dobrymi analitykami giełdowymi. Jednak absurdem byłoby twierdzenie, że na prognozach rynkowych może zarabiać ogół inwestorów. Bo kto by kupował, gdyby wszyscy, na gwizdek, zaczęli sprzedawać, żeby odnieść zysk? Jeśli czytelnik ma nadzieję, że przez najbliższe lata wzbogaci się, dzięki jakiemuś systemowi albo jakimś prognozom, to musi się liczyć z tym, że bierze się za coś, czym zajęła się niezliczona rzesza ludzi, a zatem powinien być lepszy od swoich konkurentów na rynku. Założenie, że przeciętny inwestor jest w stanie przewidywać zachowania giełdowe z większymi sukcesami niż ogół inwestorów – do którego sam się zalicza – przeczy i logice, i doświadczeniu.

W metodzie *określania czasu* istnieje pewien aspekt, który najwyraźniej umknął uwadze większości. Metoda ta, ma ogromne znaczenie psychologiczne dla spekulanta, któremu spieszno do osiągania zysku. Myśl, że miałby czekać rok na skok ceny, wydaje mu się nie do zniesienia. Ale dla inwestora, okres oczekiwania sam w sobie, nie ma znaczenia. Bo w jaki sposób miałby skorzystać z powstrzymywania się od inwestycji aż do chwili otrzymania wiarygodnego (przypuszczalnie) sygnału, że nadszedł czas na dokonanie zakupu? Korzyść odniósłby tylko wtedy, gdyby po okresie oczekiwania udało mu się kupić po cenie niższej o tyle, że zrekompensowałoby to stratę dochodu w postaci dywidendy. Z tego wniosek, że metoda określania odpowiedniego czasu nie ma dla inwestora większego znaczenia, jeżeli nie

* Pod koniec lat 90. prognozy „strategów giełdowych" stały się bardziej wpływowe niż kiedykolwiek dotąd. Niestety, nie oznaczało to, że stały się również bardziej trafne. 10 marca 2000 roku, w dniu, w którym indeks NASDAQ pobił swój rekord wszechczasów i osiągnął poziom 5048,62, szef analiz technicznych z Prudential Securities, Ralph Acampora, powiedział w *USA Today*, że według jego przewidywań indeks NASDAQ przekroczy 6000 za 12 do 18 miesięcy. Pięć tygodni później, NASDAQ spadł już do 3321,29, ale Thomas Galvin, strateg giełdowy z Donaldson, Lufkin & Jenrette, oznajmił, że „NASDAQ spadnie jeszcze tylko o 200 lub 300 punktów, a potem poszybuje w górę o 2000". Okazało się, że nie poszedł w górę ani o punkt, a spadł o znacznie więcej niż 2000, aż 9 października 2002 roku osiągnął swoje minimum na poziomie 1114,11. W marcu 2001 roku, Abby Joseph Cohen, główna strateg inwestycyjna z Goldman, Sachs & Co. prognozowała, że indeks Standard & Poor's 500, na zamknięcie roku wyniesie 1650, a DJIA na koniec 2001 roku, osiągnie 13 000. – Nie spodziewamy się recesji – mówiła. – Uważamy, że zyski spółek będą rosnąć prawdopodobnie na podobnym poziomie, jaki pod koniec roku osiągnęły tendencje wzrostowe. Nawet gdy wypowiadała te słowa, amerykańska gospodarka grzęzła w recesji, a S&P 500 na koniec 2001 roku, wyniósł 1148,08, natomiast Dow 10 021,50, czyli odpowiednio 30% i 23% poniżej jej przewidywań.

zostanie zastosowana razem z metodą określania ceny, czyli jeśli nie zostanie zastosowana do ponownego zakupu akcji poniżej ceny, po której zostały sprzedane.

Pod tym względem, słynna teoria Dowa o kupowaniu i sprzedawaniu w odpowiedniej chwili, ma niezwykłą historię.* Mówiąc krótko, technika ta za sygnał do zakupu akcji, przyjmuje szczególny rodzaj „skoku" przeciętnej ceny, a za sygnał do sprzedawania – podobny skok, ale w dół. Wyliczenia sporządzone na podstawie tej metody – niekoniecznie dokładne – pokazują, że operacje te przynosiły zyski prawie zawsze od 1897 roku do 1960 roku. Na tej podstawie, praktyczna wartość teorii Dowa wydaje się niezachwiana. Jeśli można mówić o jakiejkolwiek wątpliwości, to tylko takiej, że publikowane „zapiski" miały obrazować dokonania zwolenników teorii Dowa.

Bardziej szczegółowa analiza danych pokazuje, że jakość wyników osiąganych dzięki tej teorii uległa znacznym zmianom po 1938 roku, czyli kilka lat po tym, jak zaczęto ją na Wall Street traktować poważnie. Spektakularnym przykładem trafności teorii jest sygnał, jaki – przy poziomie 306 – odczytali jej zwolennicy na miesiąc przed krachem z 1929 roku i uchronili się przed długą bessą, po której sprawy zaczęły się dobrze toczyć dopiero w 1933 roku, przy poziomie 84. Ale od 1938 roku, działanie teorii Dowa polegało przede wszystkim na tym, że jej zwolennicy sprzedawali akcje po całkiem dobrych cenach, a potem odkupywali je po jeszcze wyższych. Przez kolejnych 30 lat, lepiej wychodziłby ten, kto kupowałby do portfela akcje z DJIA.[2]

Naszym zdaniem – opartym na wnikliwych badaniach problemu – zmiana w wynikach osiąganych przez stosowanie teorii Dowa, nie jest dziełem przypadku. Przedstawia ona cechę charakterystyczną dla prognoz i wzorów inwestowania dla biznesu oraz finansów. Wspomniane wzory, zyskują zwolenników i nabierają ważności, ponieważ sprawdzają się przez pewien czas albo dobrze pasują do historycznych danych. Ale im większą zyskują akceptację, tym bardziej spada ich wiarygodność. Dzieje się tak z dwóch powodów. Po pierwsze, wraz z upływem czasu, pojawiają się nowe warunki, do których przestają pasować stare wzory. Po drugie, popularność jakiejś teorii inwestowania, wpływa na zachowanie giełdy i niweluje szanse na zyski w dalszej perspektywie (popularność takich koncepcji, jak na przykład teoria Dowa, może pozornie potwierdzać ich skuteczność, ponieważ wpływa na wzrosty i spadki giełdowe za pośrednictwem działań, które ich

* Patrz str. 15.

i uważa, że przewidywania maklerów albo serwisów inwestycyjnych są trochę bardziej wiarygodne niż jego własne.*

Nie ma tu miejsca na szczegółowe omówienie wszystkich „za" i „przeciw", dotyczących prognoz giełdowych. Z pewnością w tę dziedzinę zaprzęgnięto wiele „mocy intelektualnych" i niewątpliwie *niektórzy* ludzie sporo zarabiają dzięki temu, że są dobrymi analitykami giełdowymi. Jednak absurdem byłoby twierdzenie, że na prognozach rynkowych może zarabiać ogół inwestorów. Bo kto by kupował, gdyby wszyscy, na gwizdek, zaczęli sprzedawać, żeby odnieść zysk? Jeśli czytelnik ma nadzieję, że przez najbliższe lata wzbogaci się, dzięki jakiemuś systemowi albo jakimś prognozom, to musi się liczyć z tym, że bierze się za coś, czym zajęła się niezliczona rzesza ludzi, a zatem powinien być lepszy od swoich konkurentów na rynku. Założenie, że przeciętny inwestor jest w stanie przewidywać zachowania giełdowe z większymi sukcesami niż ogół inwestorów – do którego sam się zalicza – przeczy i logice, i doświadczeniu.

W metodzie *określania czasu* istnieje pewien aspekt, który najwyraźniej umknął uwadze większości. Metoda ta, ma ogromne znaczenie psychologiczne dla spekulanta, któremu spieszno do osiągania zysku. Myśl, że miałby czekać rok na skok ceny, wydaje mu się nie do zniesienia. Ale dla inwestora, okres oczekiwania sam w sobie, nie ma znaczenia. Bo w jaki sposób miałby skorzystać z powstrzymywania się od inwestycji aż do chwili otrzymania wiarygodnego (przypuszczalnie) sygnału, że nadszedł czas na dokonanie zakupu? Korzyść odniósłby tylko wtedy, gdyby po okresie oczekiwania udało mu się kupić po cenie niższej o tyle, że zrekompensowałoby to stratę dochodu w postaci dywidendy. Z tego wniosek, że metoda określania odpowiedniego czasu nie ma dla inwestora większego znaczenia, jeżeli nie

* Pod koniec lat 90. prognozy „strategów giełdowych" stały się bardziej wpływowe niż kiedykolwiek dotąd. Niestety, nie oznaczało to, że stały się również bardziej trafne. 10 marca 2000 roku, w dniu, w którym indeks NASDAQ pobił swój rekord wszechczasów i osiągnął poziom 5048,62, szef analiz technicznych z Prudential Securities, Ralph Acampora, powiedział w *USA Today*, że według jego przewidywań indeks NASDAQ przekroczy 6000 za 12 do 18 miesięcy. Pięć tygodni później, NASDAQ spadł już do 3321,29, ale Thomas Galvin, strateg giełdowy z Donaldson, Lufkin & Jenrette, oznajmił, że „NASDAQ spadnie jeszcze tylko o 200 lub 300 punktów, a potem poszybuje w górę o 2000". Okazało się, że nie poszedł w górę ani o punkt, a spadł o znacznie więcej niż 2000, aż 9 października 2002 roku osiągnął swoje minimum na poziomie 1114,11. W marcu 2001 roku, Abby Joseph Cohen, główna strateg inwestycyjna z Goldman, Sachs & Co. prognozowała, że indeks Standard & Poor's 500, na zamknięcie roku wyniesie 1650, a DJIA na koniec 2001 roku, osiągnie 13 000. – Nie spodziewamy się recesji – mówiła. – Uważamy, że zyski spółek będą rosnąć prawdopodobnie na podobnym poziomie, jaki pod koniec roku osiągnęły tendencje wzrostowe. Nawet gdy wypowiadała te słowa, amerykańska gospodarka grzęzła w recesji, a S&P 500 na koniec 2001 roku, wyniósł 1148,08, natomiast Dow 10 021,50, czyli odpowiednio 30% i 23% poniżej jej przewidywań.

zostanie zastosowana razem z metodą określania ceny, czyli jeśli nie zostanie zastosowana do ponownego zakupu akcji poniżej ceny, po której zostały sprzedane.

Pod tym względem, słynna teoria Dowa o kupowaniu i sprzedawaniu w odpowiedniej chwili, ma niezwykłą historię.* Mówiąc krótko, technika ta za sygnał do zakupu akcji, przyjmuje szczególny rodzaj „skoku" przeciętnej ceny, a za sygnał do sprzedawania – podobny skok, ale w dół. Wyliczenia sporządzone na podstawie tej metody – niekoniecznie dokładne – pokazują, że operacje te przynosiły zyski prawie zawsze od 1897 roku do 1960 roku. Na tej podstawie, praktyczna wartość teorii Dowa wydaje się niezachwiana. Jeśli można mówić o jakiejkolwiek wątpliwości, to tylko takiej, że publikowane „zapiski" miały obrazować dokonania zwolenników teorii Dowa.

Bardziej szczegółowa analiza danych pokazuje, że jakość wyników osiąganych dzięki tej teorii uległa znacznym zmianom po 1938 roku, czyli kilka lat po tym, jak zaczęto ją na Wall Street traktować poważnie. Spektakularnym przykładem trafności teorii jest sygnał, jaki – przy poziomie 306 – odczytali jej zwolennicy na miesiąc przed krachem z 1929 roku i uchronili się przed długą bessą, po której sprawy zaczęły się dobrze toczyć dopiero w 1933 roku, przy poziomie 84. Ale od 1938 roku, działanie teorii Dowa polegało przede wszystkim na tym, że jej zwolennicy sprzedawali akcje po całkiem dobrych cenach, a potem odkupywali je po jeszcze wyższych. Przez kolejnych 30 lat, lepiej wychodziłby ten, kto kupowałby do portfela akcje z DJIA.[2]

Naszym zdaniem – opartym na wnikliwych badaniach problemu – zmiana w wynikach osiąganych przez stosowanie teorii Dowa, nie jest dziełem przypadku. Przedstawia ona cechę charakterystyczną dla prognoz i wzorów inwestowania dla biznesu oraz finansów. Wspomniane wzory, zyskują zwolenników i nabierają ważności, ponieważ sprawdzają się przez pewien czas albo dobrze pasują do historycznych danych. Ale im większą zyskują akceptację, tym bardziej spada ich wiarygodność. Dzieje się tak z dwóch powodów. Po pierwsze, wraz z upływem czasu, pojawiają się nowe warunki, do których przestają pasować stare wzory. Po drugie, popularność jakiejś teorii inwestowania, wpływa na zachowanie giełdy i niweluje szanse na zyski w dalszej perspektywie (popularność takich koncepcji, jak na przykład teoria Dowa, może pozornie potwierdzać ich skuteczność, ponieważ wpływa na wzrosty i spadki giełdowe za pośrednictwem działań, które ich

* Patrz str. 15.

zwolennicy podejmują pod wpływem sygnałów do zakupów lub sprzedaży. Uleganie tego typu „pędowi" przynosi przeciętnemu inwestorowi więcej zagrożeń niż korzyści).

Metoda „kupować tanio – sprzedawać drogo"

Jesteśmy przekonani, że przeciętny inwestor nie poradzi sobie z ruchem cen, jeśli będzie próbował je przewidywać. Czy może skorzystać z ruchów ceny po tym, gdy już nastąpiły – tzn. kupować po każdym poważniejszym spadku i sprzedawać po każdym większym wzroście? Wahania giełdowe z wielu lat poprzedzających rok 1950, potwierdzają tę koncepcję. Klasyczna definicja „sprytnego inwestora" mówiła wręcz, że to „ktoś, kto kupuje podczas bessy, gdy wszyscy inni sprzedają, a sprzedaje podczas hossy, gdy inni kupują". Jeśli przeanalizujemy wykres I, przedstawiający wahania wskaźnika Standard & Poor's w latach 1900–1970, oraz uzupełniające go dane z Tabeli 3.1. (str. 71–72), to z łatwością przekonamy się, że jeszcze całkiem niedawno, taki pogląd wydawał się słuszny.

Między rokiem 1897 a rokiem 1949, wystąpiło 10 pełnych cykli rynkowych – od minimalnego poziomu podczas bessy do maksymalnego podczas hossy i ponownie do minimalnego podczas bessy. Sześć wśród nich trwało nie dłużej niż cztery lata, a jeden – słynny cykl „nowej ery" z lat 1921–1932 – ciągnął się 11 lat. Wyrażone procentowo wzrosty od minimum do maksimum, wahały się od 44% do 500%, przy czym większość znalazła się w przedziale od około 50% do 100%. Następujące po nich spadki wynosiły od 24% do 89%; większość – od 40% do 50% (należy pamiętać, że spadek o 50% całkiem niweluje wcześniejszy wzrost o 100%).

Niemal wszystkie okresy hossy, miały pewne wspólne, wyraziste cechy: historyczne maksima cenowe, wysokie wskaźniki cen do zysków, niskie w porównaniu z oprocentowaniem obligacji zyski z dywidendy, nasiloną spekulację w postaci zakupów na kredyt, liczne nowe oferty papierów niskiej jakości. Badaczowi historii giełdy mogłoby się zatem wydawać, że inteligentny inwestor powinien umieć określić, kiedy nadejdzie następna bessa albo hossa, kupować w pierwszych, sprzedawać w drugich – i powtarzać takie działania w dość krótkich okresach. Wypracowano też różne metody ustalania poziomu zakupu i sprzedaży dla całej giełdy, oparte na wskaźnikach wartości lub na procentowych ruchach cen, lub na obu tych elementach jednocześnie.

Musimy jednak zwrócić uwagę, że nawet w dawnych cyklach rynkowych, przed bezprecedensową hossą, która rozpoczęła się w 1949 roku, występowało na tyle dużo wahań, aby skomplikować, a czasem pokrzyżować proces kupowania przy niskich, a sprzedawania przy wysokich cenach. Najsławniejszym z nich była, oczywiście, wielka hossa z końca lat 20., która podważyła wszystkie kalkulacje.* Zatem, nawet w 1949 roku, nie było pewności, że inwestor może oprzeć swoje programy finansowe na zakupach po minimalnych cenach w okresie bessy, i sprzedaży po maksymalnych w okresie hossy.

Później było zupełnie odwrotnie. W ostatnich 20 latach, sytuacja giełdowa odbiegała od dawnych schematów – dawne sygnały o zagrożeniu okazywały się nietrafne i uniemożliwiały stosowanie starych reguł kupowania tanio i sprzedawania drogo. Nie wiadomo, czy jeszcze kiedyś powróci dawna, dość regularna, prawidłowość zachowań hossy i bessy. Ale próbę opierania aktualnej polityki inwestycyjnej na klasycznej formule – tj. odwlekania zakupu do czasu nadejścia bessy – uznalibyśmy za nierealną. Zalecamy politykę, która dopuszcza zmiany w proporcji zawartych w portfelu akcji i obligacji zależnie od tego, czy poziom cen akcji w odniesieniu do wartości wydaje się mniej lub bardziej atrakcyjny.**

Plany oparte na formułach

We wczesnych latach wzrostu giełdowego, który rozpoczął się w okresie 1949–1950, duże zainteresowanie budziły różne metody wykorzystania cykli giełdowych. Znane były jako „wzory planów inwestycyjnych". Istota wszystkich tych „wzorów" – z wyjątkiem prostego przypadku uśredniania kosztów nabycia – polega na tym, że inwestor automatycznie sprzedaje

* Gdyby nie istniały bessy, podczas których ceny spadają, inwestorzy czekający na możliwość taniego zakupu, czuliby się kompletnie wykluczeni i często kończyłoby się na porzuceniu ostrożności i rzucaniu się na oślep. Dlatego Graham podkreśla, jak ważna jest *dyscyplina emocjonalna*. Od października 1990 roku do stycznia 2000 roku, DJIA stanowczo wspinał się do góry, ani razu nie stracił 20% i tylko trzy razy spadł o 10 lub więcej. Ogólny wzrost (bez uwzględnienia dywidend), wyniósł 395,7%. Według Crandall, Pierce & Co. to drugi pod względem długości jednolity okres hossy – tylko boom z lat 1949–1961, trwał dłużej. A im dłużej trwa hossa, tym dotkliwsza amnezja ogarnia inwestorów. Po mniej więcej pięciu latach, ludzie całkiem zapominają o istnieniu bessy. Ale wszyscy ci, którzy zapominają, są skazani na odzyskanie pamięci. A na giełdzie odzyskiwanie pamięci nigdy nie jest doświadczeniem przyjemnym.

** Graham omawia tę politykę w Rozdziale 4. (str. 91–93). Obecnie nosi ona nazwę „taktycznej alokacji aktywów" i powszechnie stosują ją tacy inwestorzy instytucjonalni, jak fundusze emerytalne albo fundacje uniwersyteckie.

pewną liczbę akcji, gdy na giełdzie pojawia się znaczący wzrost. W wielu z nich, bardzo duży wzrost poziomu rynku prowadziłby do wyprzedaży wszystkich akcji z portfela. Inne zapewniały utrzymanie drobnej części papierów, niezależnie od warunków.

Metody te kusiły na dwa sposoby, po pierwsze, wyglądały logicznie (i konserwatywnie), a po drugie, miały znakomite wyniki w odniesieniu do przeszłości, gdy rozpatrywano je w ostatnich kilku latach. Niestety, kiedy zaczynały cieszyć się największym powodzeniem, były skazane na mniejszą skuteczność. W połowie lat 50., niektórzy „planiści" splajtowali lub znaleźli się na krawędzi bankructwa. Owszem, mieli znakomite zyski, ale później giełda „uciekła przed nimi" i ich planami, nie pozostawiając szans na odkupienie akcji i powrót na poprzednią pozycję.*

Doświadczenia osób, które przyjęły podejście planistyczne na początku lat 50. oraz doświadczeniem inwestorów, którzy zastosowali mechaniczną wersję teorii Dowa 20 lat wcześniej, są podobne. W obu przypadkach, niemal równocześnie ze wzrostem popularności, system przestawał działać. My mamy za sobą równie nieprzyjemne przejście związane z własną „metodą wartości centralnej", określającą poziomy DJIA, na których należy kupować albo sprzedawać akcje. Wniosek jest taki, że każdy sposób, dający się prosto opisać i zastosować przez szerokie rzesze inwestorów, jest zbyt łatwy, aby mógł długo przetrwać.** Słowa Spinozy można zastosować nie tylko w filozofii, ale także w odniesieniu do Wall Steet: „Wszystkie rzeczy doskonałe są nie tylko trudne, ale i rzadko osiągalne".

Wahania giełdowe w portfelu inwestora

Każdy posiadacz akcji musi liczyć się z tym, że wraz z upływem lat, ich wartość będzie się wahać. To, co działo się w portfelu konserwatywnego inwestora, ograniczającego się do akcji dużych, szacownych i konserwatywnych

* W 1954 roku, wielu „planistów" wyprzedałoby wszystkie swoje akcje, gdy na amerykańskich giełdach ceny wzrosły o 52,6%, co wówczas było drugim wzrostem pod względem wielkości. Po kolejnych pięciu latach, takie „cwaniaczki" stałyby tylko z boku i przyglądały się, jak ceny rosną o 100%.

** Łatwe sposoby zarabiania pieniędzy na giełdzie, rozmywają się z dwóch powodów. Trendy mają naturalną tendencję od odwracania się co jakiś czas lub też „do wstecznictwa", a nagłe zastosowanie jednej metody przez większą liczbę inwestorów, sprawia, że nie mają oni już takich zysków jak ci, którzy byli pierwsi (zwróć uwagę, że mówiąc o „nieprzyjemnym doświadczeniu" Graham – jak zwykle – przyznaje się do porażki). Patrz: Jason Zweig, *Murphy Was an Investor*, *Money*, lipiec 2002, str. 61–62 oraz Jason Zweig, *Neo Year's Play*, *Money*, grudzień 2000, str. 89–90.

instytucji finansowych, najlepiej odzwierciedlają zachowania indeksu DJIA od czasów, w których ostatnio pisaliśmy te słowa, czyli od 1964 roku. Ogólna średnia wartość wzrosła w 1966 roku z 890 do 995 (a w 1968 roku znów do 985), w 1970 roku spadła do 631, a na początku 1971 roku niemal wróciła do poprzedniego poziomu, uzyskując 940 (ponieważ poszczególne akcje osiągają swoje minima i maksima w różnych momentach, ogólne wahania indeksu Dow Jones są łagodniejsze niż pojedynczych papierów). Analizowaliśmy wiele rodzajów zdywersyfikowanych i konserwatywnych portfeli i ustaliliśmy, że ich ogólne wyniki niewiele różniły się od powyższych. Generalnie, ceny akcji drugorzędnych spółek*, notowały większe wahania niż akcje spółek najlepszych, nie znaczy to jednak, że w dłuższym okresie mniejsze, ale stabilne przedsiębiorstwa, radziły sobie gorzej. W każdym z przypadków, inwestor z góry zrezygnowałby, gdyby istniało tylko prawdopodobieństwo – a nie realna możliwość – że większa część jego portfela, najpierw zdrożeje o 50% w porównaniu z minimum, potem stanieje o jedną trzecią, a później będzie przez kolejnych pięć lat, w różnych okresach, osiągać maksimum.

Mało prawdopodobne, aby poważny inwestor uwierzył, że wzbogaci się albo zbiednieje z powodu miesięcznych albo dziennych wahań cen. Ale co ze zmianami długofalowymi? Znaczny wzrost cen giełdowych to uzasadniony powód do zadowolenia, a jednocześnie przyczyna poważnej troski – ale może także stworzyć pokusę do nieroztropnego działania. Ceny twoich akcji wzrosły? To dobrze! Stałeś się bogatszy niż poprzednio? Znakomicie! Ale skoro cena jest *zbyt* wysoka, czy nie należy pomyśleć o sprzedaży? A może powinieneś gryźć się, że nie kupiłeś większej liczby udziałów po niższej cenie? A może – co najgorsze – trzeba teraz dać się ponieść hossie, poddać się entuzjazmowi i ulec chciwości większości inwestorów (do których przecież się zaliczasz), i złożyć niebezpieczne zamówienie na dalsze akcje? Gdy stawiamy takie pytania, odpowiedź wydaje się jednoznaczna – nie! Ale nawet inteligentny inwestor może poddać się euforii tłumu.

Właśnie z takich przyczyn – w jeszcze większym stopniu niż z powodu wyliczeń zysków i strat – zalecamy pewne metody różnicowania proporcji utrzymywanych w portfelu akcji i obligacji. Do największych zalet takiego podejścia należy to, że dzięki niemu *inwestor może działać*. Od czasu do czasu, gdy ceny giełdowe rosną, może sprzedać akcje i uzyskany kapitał uloko-

* Współczesnymi odpowiednikami firm nazwanych przez Grahama „drugorzędnymi", są tysiące spółek, które nie wchodzą w skład indeksu Standard & Poor's 500. Uaktualniana na bieżąco lista Standard & Poor's 500 jest dostępna na www.standardandpoors.com.

wać w obligacjach. A kiedy ceny giełdowe spadają, może dokonać operacji odwrotnej. Dzięki takim działaniom, daje upust swojej energii. Jeśli należy do pewnego typu inwestorów, to ma dodatkową satysfakcję z tego, że prowadzi operacje dokładnie odwrotne niż tłum.*

Ocena wartości gospodarczej a ocena wartości giełdowej

Wpływ wahań giełdowych na rzeczywistą sytuację inwestora, można rozpatrywać także z punktu widzenia właściciela części różnych jednostek, prowadzących działalność gospodarczą. Właściciel akcji zbywalnych ma podwójny status i według własnego wyboru, może korzystać z przywilejów jednego lub drugiego. Posiada taką samą pozycję jak mniejszościowy udziałowiec albo „cichy" wspólnik w przedsiębiorstwie prywatnym. Jego wyniki zależą zupełnie od zysków firmy albo zmiany wartości jej aktywów. Wartość swoich udziałów wylicza na podstawie wartości netto firmy w księgach finansowych. Natomiast inwestor posiadający akcję zwykłą, ma w ręku kawałek papieru, najczęściej tłoczonego, który w każdej chwili może – w godzinach otwarcia giełdy – sprzedać po cenie zmieniającej się z minuty na minutę, często nie mającej nic wspólnego z wartością księgową.**

W ostatnich dziesięcioleciach, giełda tak się rozwinęła, że inwestor bardziej czuje się uzależnionym od notowań niż współwłaścicielem przedsiębiorstwa. A to dlatego, że działające z powodzeniem spółki, w których ulokował swoje pieniądze, niemal cały czas sprzedawane są po cenach znacznie przekraczających wartość aktywów netto (lub wartość księgową, lub wartość środków trwałych). Płacąc taką nadwyżkę, inwestor staje się zakładnikiem giełdy, ponieważ tylko od niej zależy, czy dobrze zrobił, że zainwestował w nią pieniądze.***

* Dla współczesnego inwestora, idealna strategia realizacji tego planu polega na opisanym na str. 106–107 rebilansowaniu.

** Obecnie, większość firm drukuje „wyłączane certyfikaty" tylko na specjalne żądanie. Akcje zwykle istnieją wyłącznie w formie elektronicznej (tak jak konta bankowe zawierają tylko elektroniczne środki, a nie rzeczywiste pieniądze) i dlatego łatwiej nimi operować niż w czasach Grahama.

*** Wartość aktywów netto, wartość środków trwałych, wartość księgowa – to synonimy wartości firmy netto, czyli wartości sumy jej materialnych i finansowych aktywów minus suma zobowiązań. Można ją obliczać na podstawie zestawień bilansowych zamieszczanych w rocznych lub kwartalnych sprawozdaniach. Od sumy akcji wszystkich udziałowców, trzeba odjąć wszystkie aktywa „miękkie", czyli dobrą reputację, markę i inne wartości niematerialne. To podzielone przez pełną liczbę akcji, daje nam wartość księgową na jedną akcję.

We współczesnym inwestowaniu, czynnik ten odgrywa pierwszorzędną rolę, chociaż zwraca się na niego mniej uwagi, niż na to zasługuje. Sama struktura notowań giełdowych zawiera pewną wewnętrzną sprzeczność. Im lepsze wyniki i perspektywy firmy, tym cena jej akcji bardziej odbiega od wartości księgowej. Ale im większa nadwyżka w stosunku do wartości księgowej, tym mniejsza szansa na określenie wartości rzeczywistej, i większa podatność na zmiany nastrojów i wycen giełdowych. I tak oto dochodzimy do paradoksu – im większe sukcesy odnosi przedsiębiorstwo, tym większych wahań cen jego akcji można się spodziewać. Oznacza to w gruncie, że im wyższej jakości akcja, tym bardziej podatna na spekulacje – przynajmniej w porównaniu z niezbyt spektakularnymi akcjami średniej jakości.* To samo dotyczy porównania wiodącej spółki wzrostowej z ustabilizowanymi koncernami. Wyłączamy z naszych rozważań papiery najbardziej spekulacyjne, ponieważ emitują je najbardziej spekulacyjne przedsiębiorstwa.

Powyższy argument, powinien wyjaśnić często dziwne zachowanie cen, większości przedsiębiorstw odnoszących sukcesy i budzących zachwyty. Naszym ulubionym przykładem jest ich lider – International Business Machines (IBM). W latach 1962–1963, cena jego akcji w ciągu siedmiu miesięcy spadła z 607 do 300. Po dwóch podziałach akcji, w 1970 roku, cena spadła z 387 do 219. Podobnie akcje Xeroksa, a więc przedsiębiorstwa, które zanotowało jeszcze wyższy wzrost zysków w ostatnim dziesięcioleciu – w latach 1962–1963 staniały z 171 do 87, a w roku 1970 ze 116 do 65. Takie ogromne spadki nie pozostawiały wątpliwości, w kwestii długoterminowego wzrostu Xeroksa lub IBM w przyszłości. Pokazywały jednak, że giełdzie zabrakło pewności siebie, w pierwszej wycenie wartości tych znakomicie rokujących przedsiębiorstw.

Powyższa analiza prowadzi nas do praktycznego wniosku na temat tego, jakie znaczenie dla konserwatywnego inwestora mają akcje. Jeśli zwraca szczególną uwagę na dobór papierów do swego portfela, to najlepiej, aby skoncentrował się na akcjach sprzedawanych po rozsądnych cenach zbliżo-

* Graham użył słowa „paradoks" prawdopodobnie jako aluzji do klasycznego artykułu Davida Duranda, *Growth Stocks and the Petersburg Paradox*, *Journal of Finance*, tom. XII, nr 3, wrzesień 1957, str. 348–363, w którym inwestowanie w akcje wysokiego wzrostu zostało porównane do stawiania zakładów na serię rzutów monetą, przy kumulacji wygranej po każdym rzucie. Durand zwrócił uwagę, że jeśli cena akcji wzrostowej miałaby w nieskończoność rosnąć w szybkim tempie, to inwestor powinien (teoretycznie), chcieć płacić za nie nieskończenie wiele. Dlaczego więc, jeszcze za żadne akcje, nie oferowano nieskończonej liczby dolarów? Ponieważ im wyższy zakładany wzrost w przyszłości, i im dłuższy czas podlegający przewidywaniom, tym większy margines błędów. A przy dużym wzroście, nawet drobna pomyłka w obliczeniach, wiele kosztuje. Szerzej Graham omawia ten problem w Dodatku 4. (str. 515–516).

nych do wartości środków trwałych – czyli za, powiedzmy, nie więcej niż jedną trzecią powyżej tej wartości. Jeśli zakupy dokonywane są na takim lub niższym poziomie, to można uznać, że akcje są powiązane z bilansem przedsiębiorstwa i będą odporne na wahania giełdowe. Jeżeli jednak cena jest nieco wyższa od wartości księgowej, to można przyjąć, że nadwyżka ta jest dodatkową opłatą za to, że akcje są notowane na giełdzie i dzięki temu łatwo można nimi obracać.

Tu trzeba umieścić przestrogę. Nie wystarczy zakup akcji po cenie zbliżonej do wartości księgowej, aby uznać inwestycję za udaną. Inwestor musi też zwracać uwagę na satysfakcjonujący wskaźnik cena/zysk, na stabilną pozycję finansową i na perspektywy na przyszłość – czy przedsiębiorstwo będzie osiągać zyski przez co najmniej kilka lat. Wydaje się, że to za duże wymagania wobec skromnie wycenionych akcji, ale wcale nietrudno o ich spełnienie, jeśli ceny giełdowe nie poszybowały na zbyt niebezpieczny poziom. Jeśli inwestor zdecyduje się zrezygnować z cudownych perspektyw – to znaczy wzrostu większego od średniej giełdowej – bez trudu znajdzie szeroki wybór papierów spełniających te kryteria.

W poświęconych doborowi akcji Rozdziałach 14. i 15. przedstawimy dane pokazujące, że w 1970 roku, spełniała je ponad połowa akcji z indeksu DJIA. W chwili pisania tych słów, najpopularniejsze akcje – American Tel.&Tel. – sprzedają się nawet poniżej wartości środków trwałych. Zresztą, większość akcji spółek energetycznych ma tę zaletę – obok wielu innych – że obecnie (1972 rok), ich ceny są na rozsądnym poziomie, bliskim wartości księgowej.

Inwestor posiadający akcje zakupione po cenach zbliżonych do wartości księgowej, ma bardziej niezależne i obiektywne spojrzenie na wahania giełdowe niż ten, który zapłacił wielokrotność zysków i wartości aktywów. Dopóki możliwości osiągania zysków z jego portfela są satysfakcjonujące, może nie zawracać sobie głowy giełdowymi kaprysami. Co więcej, od czasu do czasu może je wykorzystać, aby pobawić się w kupowanie tanio i sprzedawanie drogo.

Przykład A&P

Teraz przedstawimy jeden z naszych oryginalnych przykładów, który choć pochodzi sprzed wielu lat, wydał nam się fascynujący, bo łączy wiele różnych doświadczeń w inwestowaniu i działalności przedsiębiorstwa. Chodzi o Great Atlantic & Pacific Tea Co. Oto jego historia:

Akcje A&P weszły w 1929 roku na giełdę „Curb", obecnie American Stock Exchange, i były sprzedawane aż po 494. Do 1932 roku, spadły do 104, chociaż w tym katastrofalnym okresie przedsiębiorstwo miało prawie tak samo wysokie zyski jak poprzednio. W roku 1936 ceny wahały się od 111 do 131. Później, gdy w 1938 roku doszło do kryzysu gospodarczego i bessy giełdowej, spadły do nowego minimum na poziomie 36.

To była niezwykła cena. Oznaczała, że akcje uprzywilejowane i zwykłe, łącznie, miały wartość rynkową 126 mln, chociaż z najnowszych sprawozdań firmy wynikało, że posiada 85 mln w gotówce i 134 mln kapitału obrotowego (czyli aktywów bieżących netto). A&P było największym przedsiębiorstwem detalicznym w Ameryce, a może nawet na świecie, z imponującą historią wielu lat stabilnych zysków. Ale w 1938 roku, Wall Street uważała, że to wybitne przedsiębiorstwo jest warte mniej niż jego aktywa bieżące – kiedy działa, jest tańsze, niż gdyby je zlikwidować. Dlaczego? Po pierwsze, pojawiło się zagrożenie, że sieci sklepów zostaną obłożone specjalnym podatkiem, po drugie, w porównaniu z poprzednim rokiem, spadły zyski netto, a po trzecie, na giełdzie panowała bessa. Pierwsza obawa okazała się przesadzona, a w efekcie nieuzasadniona. Dwa pozostałe czynniki miały tylko chwilowe znaczenie.

Załóżmy, że inwestor kupił akcje A&P w 1937 roku, po cenie, powiedzmy, 12 razy większej niż średnie zyski z ostatnich pięciu lat, czyli po około 80. Nie sugerujemy bynajmniej, że późniejszy spadek do 36 nie miał dla niego żadnego znaczenia. Na pewno radzono mu, aby starannie przeanalizował swoją sytuację i sprawdził, czy w którymś momencie się nie przeliczył. Gdyby jednak jego analizy potwierdziły się – a tak rzeczywiście się stało – miał pełne prawo uznać giełdowy spadek za tymczasowy kaprys, a jeśli miał dość funduszy i odwagi, mógł nawet wykorzystać szansę na zakup dalszych akcji po okazyjnej cenie.

Dalszy rozwój wypadków i wnioski

W 1939 roku, ceny akcji A&P wzrosły do 117½, czyli trzykrotnie w stosunku co ceny z 1938 roku i znacznie powyżej średniej z 1937 roku. Taka zmiana w zachowaniu akcji nie jest niczym niezwykłym. Ale przypadek A&P był szczególny. Od 1949 roku, wraz z całą giełdą, ceny akcji tej sieci sklepów spożywczych szły w górę, aż w 1961 roku, po podziale jedna do dziesięciu, osiągnęły poziom 70½, czyli równowartość 705 akcji z 1938 roku.

Co interesujące, cena 70½ była 30 razy wyższa od zysków z 1961 roku. Taki wskaźnik cena/zysk, w porównaniu ze średnim 23 dla spółek z DJIA, mógł sugerować, że oczekiwane są znakomite zyski. Optymizmu tego nie

tłumaczyły zyski z lat poprzednich, i rzeczywiście okazał się całkiem nieuzasadniony. W następnym okresie, zyski, zamiast szybko wzrosnąć, generalnie spadały. W ciągu roku od maksimum $70^{1}/_{2}$, cena spadła o ponad połowę – do 34. Jednak tym razem, nie była to cena równie okazyjna jak minimum z 1938 roku. Po najróżniejszych wahaniach, cena spadła do nowych minimów: $21^{1}/_{2}$ w 1970 roku oraz 18 w roku 1972 – po wykazaniu przez spółkę pierwszego kwartalnego deficytu w całej jej historii.

Na tym przykładzie widać, jak zmienne bywają koleje losu dużej amerykańskiej firmy, w czasie niewiele dłuższym niż jedno pokolenie, a także z jakimi błędami oraz nadmiarem optymizmu lub pesymizmu, inwestorzy wyceniają jej akcje. W 1938 roku, firmę rozdawano praktycznie za darmo i nie było chętnych, żeby brać, a w roku 1961 inwestorzy rozchwytywali akcje oferowane po śmiesznie wysokiej cenie. Później spółka szybko straciła połowę wartości giełdowej, a przez kolejne lata, nastąpiły dalsze spadki. W tym czasie, znakomite zyski zamieniły się w przeciętne. W 1968 roku, gdy panował boom gospodarczy, zyski okazały się mniejsze niż w 1958 roku. Kilka razy, nie wiadomo dlaczego, wypłacono drobne dywidendy, których nie uzasadniały nadwyżki zysków. W roku 1961 i w roku 1972, A&P była większa niż w roku 1938, ale już ani tak dobrze zarządzana, ani tak rentowna, ani tak atrakcyjna.*

To historia z dwoma ważnymi morałami. Pierwszy – giełda często myli się tak bardzo, że baczny i odważny inwestor może wykorzystać jej ewidentne błędy. Drugi – wraz z upływem lat zmienia się charakter i jakość działalności przedsiębiorstw – czasem na lepsze, częściej na gorsze. Inwestor nie musi ich obserwować czujnym sokolim okiem, ale od czasu do czasu powinien przyjrzeć się im uważnie.

Powróćmy teraz do porównania posiadacza akcji zbywalnych i kogoś, kto ma udziały w biznesie prywatnym. Mówiliśmy, że ten pierwszy *może* uważać się za współwłaściciela każdego przedsiębiorstwa, w które zainwestował lub też uznać się za właściciela akcji, które w każdej chwili wolno mu sprzedać po cenach z notowań.

Zwróćmy jednak uwagę, że prawdziwego inwestora – co bardzo ważne – niemalże nie da się zmusić do sprzedania akcji i zazwyczaj może sobie pozwolić na ignorowanie bieżących notowań. Może zwracać na nie uwagę

* W najnowszej historii A&P niewiele się zmieniło. Pod koniec 1999 roku, cena akcji wynosiła 27,875 dolara, pod koniec 2000 roku – 7,00 dolarów, rok później – 23,78 dolara, a na koniec 2002 roku – 8,06 dolara. Chociaż wyszły na jaw pewne nieprawidłowości w księgowości A&P, to w tak stosunkowo stabilnej branży jak spożywcza, spadek wartości o trzy czwarte w ciągu roku, potem trzykrotny wzrost, a później znów spadek o dwie trzecie, przeczą wszelkiej logice.

i działać na ich podstawie tylko wtedy, gdy mu pasuje do książki.* Tak więc, gdy inwestor podąża za tłumem lub niepotrzebnie zamartwia się nieuzasadnionymi spadkami wartości giełdowej posiadanych papierów, swoją największą korzyść zamienia w największą niekorzyść. Lepiej byłoby dla niego, gdyby jego akcje wcale nie były notowane na giełdzie, bo to oszczędziłoby mu złości wywołanej błędami, jakie w wycenie popełniają inni ludzie.**

Nawiasem mówiąc, tego rodzaju sytuacja zaistniała w mrocznym okresie recesji z lat 1931–1933. Posiadanie udziału w przedsiębiorstwie, które nie było notowane na giełdzie, dawało komfort psychiczny. Na przykład, ludzie spłacający hipoteki za nieruchomości, za które musieli płacić odsetki, mogli sobie wmawiać, że ich inwestycja zachowuje pełnię wartości, bo nie ma żadnych notowań, z których wynikałoby co innego. Z kolei wiele obligacji notowanych na giełdzie spółek, czasami nawet dobrej jakości i o znacznym potencjale, cierpiało z powodu ostrych spadków notowań, a ich właściciele uważali, że stają się coraz biedniejsi. W rzeczywistości, właściciele papierów pozostających w obrocie giełdowym, mieli się dobrze, chociaż niskie ceny pokazywały co innego. Bo gdyby chcieli – albo musieli – sprzedać swoje instrumenty, byłoby to możliwe, najwyżej musieliby udzielić dodatkowych zniżek. Ale mogli postąpić logicznie i zignorować sytuację na giełdzie, uznać ją za przejściową i zasadniczo pozbawioną znaczenia. Wmawianie sobie, że nie przeżywamy spadku wartości tylko dlatego, że nasze inwestycje nie są notowane na giełdzie, to zwykłe okłamywanie się.

Jeśli chodzi o naszego udziałowca, który w 1938 roku kupił akcje A&P, twierdzimy, że dopóki trzymał swoje akcje, spadki cen nie przysparzały mu innej szkody niż tylko we własnej ocenie wartości tej spółki. Gdyby takie spadki nie nastąpiły, miałby prawo spodziewać się, że notowania giełdowe wrócą do poziomu z 1937 roku lub wyższego – do czego rzeczywiście doszło rok później. Pod tym względem, był na pozycji co najmniej tak samo korzystnej, jak właściciel prywatnego biznesu, którego udziały nie są notowane na giełdzie. Bo w takim przypadku, właściciel również mógł – słusznie lub nie – umniejszać w myślach wartość swojej firmy z powodu tego, co działo się z jego przedsiębiorstwem podczas recesji w 1938 roku.

* „Tylko wtedy, gdy mu pasuje do książki" oznacza „tylko w takim zakresie, w jakim cena jest na tyle korzystna, aby uzasadniała sprzedaż akcji". W żargonie dawnych maklerów, „książka" oznaczała księgowość inwestora.

** Ten akapit można uznać za najważniejszy w całej książce Grahama. W kilku wersach podsumowuje całe swoje życiowe doświadczenie. Czytania tych słów nigdy za wiele. Są jak magiczny kryptonit na bessę. Jeśli zawsze masz je pod ręką i pozwalasz, aby wiodły cię przez inwestycyjne życie, z każdej sytuacji giełdowej wyjdziesz cało.

Krytycy stosowania wartości księgowej w inwestycjach giełdowych przekonują, że akcji spółek nie można rozpatrywać ani oceniać tak samo jak udziałów w prywatnym przedsiębiorstwie, ponieważ zorganizowany rynek papierów wartościowych „nadaje współposiadaniu nową i niesłychanie ważną cechę, jaką jest płynność". Ale „płynność" oznacza, po pierwsze, że inwestor dzień w dzień może korzystać z giełdy i na nowo dokonywać wyceny swojego portfela, *jakiekolwiek znaczenie może ta wycena mieć*, a po drugie, jeśli zechce, może na podstawie codziennych notowań giełdowych powiększać albo pomniejszać wielkość swojej inwestycji. A zatem, dzięki notowaniom giełdowym, uzyskuje *pewne opcje*, których nie miałby, gdyby jego udziały nie były notowane. Ale to nie oznacza, że musi je wykorzystywać, jeśli woli wyceniać swoje inwestycje na podstawie innych źródeł.

Zamknijmy ten podrozdział swego rodzaju przypowieścią. Wyobraź sobie, że masz udział w jakimś prywatnym przedsiębiorstwie. Zapłaciłeś za niego 1000 dolarów. Jedna z twoich wspólniczek, pani Giełda, wyświadcza ci przysługę. Każdego dnia mówi ci, że jej zdaniem twój udział jest wart tyle a tyle i proponuje, że za taką cenę odkupi go od ciebie albo sprzeda ci dodatkowe akcje. Czasami jej propozycje wydają się kuszące i uzasadnione aktualnymi wynikami działalności. Ale często pani Giełda przesadza z entuzjazmem albo z obawami, i proponowana przez nią cena wydaję ci się nieco zwariowana.

Czy pozwolisz, jeśli jesteś rozsądnym inwestorem albo poważnym biznesmenem, aby codzienne komunikaty pani Giełdy wpływały na twoją wycenę wartości udziału, za który zapłaciłeś 1000 dolarów? Tylko, jeśli zgadzasz się z nią albo chcesz z nią pohandlować. Być może, byłbyś zadowolony, sprzedając po śmiesznie wysokiej cenie i odkupując, gdy cena znacznie spadnie. Ale generalnie lepiej, abyś samodzielnie wyceniał swoją inwestycję na podstawie pełnych sprawozdań z działalności i finansowej pozycji przedsiębiorstwa.

W takiej właśnie sytuacji znajduje się inwestor, który ma akcje notowane na giełdzie. Gdy chce dokonać własnej oceny, może korzystać z codziennych notowań, może je ignorować. Musi brać pod uwagę ważne ruchy cen, bo w przeciwnym razie jego ocena nie będzie miała żadnego praktycznego znaczenia. Poza tym, zmiany cen mogą być sygnałem, na który może zareagować... A mówiąc prostym językiem: sygnałem, żeby sprzedać akcje, bo ceny spadają i nadejdą jeszcze gorsze czasy. Jednak naszym zdaniem, takie sygnały równie często są pomocne co mylące. Zasadniczo, dla prawdziwego inwestora, wahania cen mają tylko jedno znaczenie – dają mu szansę na zakup po rozsądnej cenie podczas spadków i na sprzedaż podczas znacznego wzrostu. Kiedy indziej lepiej, gdyby zapomniał o giełdzie i zwrócił uwagę na zyski z dywidend oraz wyniki działalności posiadanych spółek.

Podsumowanie

Inwestora od spekulanta najbardziej odróżnia podejście do ruchów cen giełdowych. Spekulantowi zależy przede wszystkim na tym, aby przewidzieć i wykorzystać wahania. Inwestorowi najbardziej zależy na tym, aby kupić odpowiednie papiery wartościowe za odpowiednią cenę i móc je trzymać. Ruchy cen mają dla niego znacznie praktyczne dlatego, że tworzą na zmianę niskie poziomy, przy których mądrze jest kupować, i poziomy wysokie, przy których lepiej powstrzymać się od kupowania, a może nawet warto sprzedawać.

Na pewno nie jest oczywiste, że typowy inwestor powinien regularnie powstrzymywać się od zakupów do czasu spadku poziomu cen, mogłoby to oznaczać zbyt długie czekanie, stratę dochodów, a czasem także stratę okazji do zainwestowania. Generalnie, dla inwestora lepiej, jeśli kupuje akcje, gdy tylko ma pieniądze, chyba że ceny giełdowe są znacznie wyższe, niż sugerują solidne standardy wyceny wartości. Jeśli chce wykazać się przebiegłością, może poszukać okazyjnych cen wśród pojedynczych spółek, bo takie zawsze istnieją.

Obok prognozowania ogólnych ruchów cen giełdowych, wiele energii na Wall Street poświęca się doborowi pojedynczych spółek albo branż, które pod względem ceny w najbliższej przyszłości będą „miały się lepiej" od innych. Chociaż takie poszukiwania wydają się logiczne, naszym zdaniem, nie odpowiadają potrzebom ani temperamentowi prawdziwego inwestora – zwłaszcza, że konkurowałby z ogromną rzeszą graczy giełdowych i analityków finansowych, którzy próbują tego samego. Jak w wielu innych działaniach, które ruchy cen giełdowych wysuwają na plan pierwszy, a wartość księgową na dalszy, nawet inteligentny umysł sobie z tym nie poradzi.

Inwestor posiadający portfel solidnych akcji, musi liczyć się z tym, że ich ceny będą podlegać wahaniom, dlatego nie powinien przejmować się znacznymi spadkami, ani ekscytować znacznymi wzrostami. Zawsze musi pamiętać, że notowania giełdowe może brać pod uwagę albo ignorować – zależnie od tego, jak jest mu w danej chwili wygodnie. Nie wolno mu kupować akcji, bo właśnie ich ceny idą w górę, ani nie wolno mu sprzedawać, bo ceny spadają. Nie byłoby złym rozwiązaniem, gdyby kierował się mottem: „Nigdy nie kupuj akcji zaraz po znacznej podwyżce cen, ani nie sprzedawaj zaraz po znacznym spadku".

Dodatkowa uwaga

Trzeba dodać tu jeszcze kilka słów, na temat zastosowania średnich cen giełdowych jako miernika kompetencji menedżerów spółki. Udziałowiec ocenia sukces swojej inwestycji pod kątem tego, jaką otrzymuję dywidendę, i tego, jak na przestrzeni dłuższego okresu zmienia się średnia wartość rynkowa. Logiczne byłoby zastosowanie takich samych kryteriów podczas próby skuteczności zarządu i jego nastawienia do właścicieli.

Być może taka opinia brzmi jak truizm, ale trzeba to podkreślić. Do tej pory nie przyjęto żadnej techniki ani metody, oceny zarządu spółki przez opinię publiczną. Co więcej, menedżerowie zawsze podkreślają, że nie ponoszą odpowiedzialności za to, co dzieje się z giełdową wartością akcji. Oczywiście to prawda, że nie można zrzucać na nich wahań cen, które – co podkreślaliśmy – nie mają związku z kondycją ani wartością spółki. Ale z powodu braku wnikliwości i inteligencji ogółu akcjonariuszy, zwolnienie z odpowiedzialności rozszerza się na wszystkie notowania giełdowe, w tym na trwałe zaniżone i niezadowalające poziomy cen. Dobry zarząd wypracowuje dobrą średnią cenę rynkową, a zły zarząd – złą.*

Wahania cen obligacji

Inwestor powinien zdawać sobie sprawę, że chociaż kwota zainwestowana w obligacje długoterminowe jest bezpieczna, a wypłata odsetek niemal pewna, to cena giełdowa tych papierów może ulegać znacznym wahaniom, w reakcji na zmiany stóp procentowych. W Tabeli 8.1. przedstawiamy dane z różnych lat, począwszy od 1902 roku, na temat oprocentowania wysokiej jakości obligacji korporacyjnych i obligacji nieopodatkowanych. Jako ilustrację, załączamy wahania cen dwóch reprezentatywnych obligacji przedsiębiorstw kolejowych z tego samego okresu (pierwsza, to jedna z najlepszych od pokoleń obligacji nie podlegających prawu wcześniejszego wykupu Atchison, Topeka & Santa Fe na 4% z terminem realizacji w 1995 roku. A druga to oprocentowane na 4% obligacje Northern Pacific Ry., typowy przykład kategorii Baa, z terminem wykupu w 2047 roku, czyli po 150 latach od emisji!).

Niższemu oprocentowaniu odpowiada wyższa cena i vice versa. W 1949 roku, ceny Northern Pacific spadły z powodu wątpliwości, czy jest to instru-

* Na temat „rządów korporacji", Graham ma o wiele więcej do powiedzenia. Patrz Komentarz do Rozdziału 19.

Tabela 8.1. Wahania rentowności obligacji i cen dwóch reprezentatywnych emisji, 1902–1970

Rentowność obligacji (w %)			Ceny obligacji		
	S&P AAA	S&P Municypalne		A.T.&S.F. z 1995	Nor. Pac. 3s,2047
1902 min.	4,31	3,11	1905 maks.	105½	79
1920 maks.	6,40	5,28	1920 min.	69	49½
1928 min.	4,53	3,90	1930 maks.	105	73
1932 maks.	5,52	5,27	1932 min.	75	46¾
1946 min.	2,44	1,45	1936 maks.	117¼	85¼
1970 maks.	8,44	7,06	1939–40 min.	99½	31½
1971 zamknięcie	7,14	5,35	1946 maks.	141	94¾
			1970 min.	51	32¾
			1971 zamknięcie	64	37¼

ment bezpieczny. Co niesłychane, w kolejnych latach, ich ceny osiągnęły maksimum wszechczasów, później spadły o dwie trzecie, przede wszystkim z powodu wzrostu stóp procentowych. W minionych 40 latach, wahaniom podlegały również ceny wyżej klasyfikowanych walorów.

Proszę zwrócić uwagę, że ceny obligacji nie podlegają wahaniom w takiej samej proporcji jak wyliczony z nich zysk, ponieważ łagodzi je stała wartość wykupu na poziomie 100%. Mimo to, ceny i zyski obligacji o bardzo długim terminie wykupu, jak nasze Northern Pacific, zmieniają się mniej więcej o tyle samo.

Od 1964 roku, na rynku najlepszych obligacji odbywały się ruchy w obydwie strony. Jeśli weźmiemy za przykład „najlepsze obligacje municypalne" (zwolnione od podatku), to od stycznia 1965 roku do czerwca 1970 roku, ich rentowność wzrosła ponad dwukrotnie – z 3,2% do 7%. Indeks ich cen spadał odpowiednio od 110,8 do 67,5. W połowie lat 70. rentowność najlepszych długoterminowych obligacji była *najwyższa w niemal całych 200 latach historii gospodarczej USA.** Tuż przed rozpoczęciem hossy, 25 lat wcześniej, rentowność obligacji osiągnęła najniższy poziom w dziejach – długoterminowe obligacje municypalne dawały zaledwie 1%, a obligacje spółek przemysłowych 2,40%, co można porównać z „normą" odpowiednio 4½ do 5%. Wszyscy z długim doświadczeniem na Wall Street, widzieli na giełdzie ciągłe działanie newtonowskiego prawa „akcji i równej reakcji skierowanej w prze-

* Według wspominanej przez Grahama „zasady przeciwieństw", w 2002 roku rentowność długoterminowych obligacji skarbowych, osiągnęła najniższy poziom od 1963 roku. Ponieważ rentowność obligacji zmienia się w odwrotnym kierunku niż ich ceny, niska rentowność oznacza wzrost cen – co sprawia, że inwestorzy muszą kupować obligacje drogo i będą mieli gwarantowany niski zysk. Taka sytuacja znów potwierdza lekcję Grahama, że inteligentny inwestor nie może podejmować decyzji na podstawie wahań giełdowych.

ciwną stronę". Najbardziej godny uwagi przykład to skok DJIA z 64 w 1921 roku, do 381 w 1929 roku, po którym nastąpił rekordowy spadek do 41 w 1932 roku. Jednak tym razem, zazwyczaj stateczne i wolne wahadło cen i rentowności najlepszych obligacji, wychyliło się znacznie bardziej. Morał: nie można liczyć na to, że ważne dla Wall Street zjawiska, będą zachodzić w taki sam sposób, jak do tej pory. Odpowiada to pierwszej część naszego ulubionego powiedzenia: *Im coś bardziej się zmienia, tym bardziej pozostaje niezmienione.*

O ile formułowanie zasad prognozowania cen akcji jest praktycznie niemożliwe, o tyle w przypadku cen obligacji jest to zupełnie niemożliwe.* Dawniej, można było przynajmniej szukać przydatnych sygnałów końca hossy lub bessy, analizując zachowania obligacji, ale nie było żadnych podobnych sygnałów o zmianach stóp procentowych ani cen obligacji. Dlatego inwestor, wybierający między inwestycją w obligacje długo- albo krótkoterminowe, musi kierować się osobistymi preferencjami. Jeśli chce zyskać pewność, że wartość rynkowa nie będzie spadać, chyba najlepiej, aby wybrał rządowe obligacje oszczędnościowe serii H lub E, które zostały opisane na str. 94–95. Każda z nich, da mu 5% odsetek (po pierwszym roku), co gwarantuje wykup co najmniej po kosztach zakupu.

Jeśli zdecyduje się na 7,5%, które obecnie oferują dobre obligacje spółek albo na 5,3% z obligacji municypalnych, musi się przygotować na to, że ich ceny będą się wahać. Banki i towarzystwa ubezpieczeniowe, mają przywilej wyceny tego typu wysokooprocentowanych obligacji, na matematycznej podstawie „amortyzowanych kosztów", która nie bierze pod uwagę cen giełdowych. To całkiem dobry pomysł także dla inwestora indywidualnego.

Wahania cen obligacji zamiennych to wynik działania trzech różnych czynników: zmiany cen powiązanych z nimi akcji, zmiany sytuacji kredytowej przedsiębiorstwa i zmian ogólnych stóp procentowych. Sporą część papierów zamiennych sprzedawały spółki, których wiarygodność kredytowa nie była najlepsza.[3] Niektóre z nich znacznie ucierpiały, pod wpływem oszczędności finansowych z roku 1970. W efekcie, w ostatnich latach, ogół papierów zamiennych uległ potrójnym zawirowaniom, a wahania cen były niezwykle wysokie. Tak wiec, w typowym przypadku, inwestor może się łudzić, że papiery zamienne są idealną kombinacją bezpieczeństwa, cechującego dobre obligacje i ochronę ceny oraz szansą na wzrost, cechującą papiery zwykłe.

* Współczesny czytelnik, znajdzie bardziej aktualne analizy i wyjaśnienia zachowań rentowności, dostępnych dzisiaj rozmaitych obligacji i funduszów obligacji, w Komentarzu do Rozdziału 4.

Warto tu zasugerować „długoterminowe obligacje na przyszłość". Dlaczego skutków zmiany stóp procentowych nie podzielić praktycznie i sprawiedliwie, między pożyczkobiorcę i pożyczkodawcę? Jedna z ewentualności, to możliwość sprzedawania długoterminowych obligacji z odsetkami zmieniającymi się wraz ze wskaźnikiem stóp procentowych. Oto podstawowe efekty zastosowania takiej metody: obligacje inwestora cały czas miały by wartość w okolicach 100 ceny nominalnej, gdyby przedsiębiorstwo utrzymywało wiarygodność kredytową, a wypłacane odsetki podlegałyby zmianom wraz, z powiedzmy, oprocentowaniem oferowanym przy nowych emisjach; spółka odnosiłaby korzyści takie, jak przy długoterminowym długu – co oszczędza kłopotów i kosztów związanych z częstym odnawianiem refinansowania – za to koszty odsetek zmieniałyby się z roku na rok.[4]

W minionym dziesięcioleciu, osoba inwestująca w obligacje, stawała przed coraz poważniejszym dylematem: czy wybrać całkowitą stabilność zainwestowanego kapitału i mieć zmienne oraz zazwyczaj niskie oprocentowanie, czy też zdecydować się na dochód ze stałych odsetek ze znacznymi wahaniami (zwykle raczej w dół), wartości swojej inwestycji? Dla większości inwestorów, najlepszy byłby kompromis między tymi skrajnościami i pewność, że ani odsetki ani zasadnicza wartość inwestycji, nie spadną poniżej pewnego minimum przez, powiedzmy, 20 lat. Bez większego trudu, można by to osiągnąć za pomocą nowej umowy obligacyjnej. Trzeba zwrócić uwagę, że rząd USA zrobił coś takiego, tworząc kombinację obligacji oszczędnościowych, z możliwością ich przedłużenia z wyższymi odsetkami. Nasza sugestia dotyczy dłuższych stałych okresów inwestycyjnych niż w przypadku obligacji oszczędnościowych, i wprowadziłaby więcej elastyczności w warunki wypłaty oprocentowania.*

Nie warto wspominać tu o niewymiennych akcjach uprzywilejowanych, ponieważ mają specjalny status podatkowy i jeśli są bezpieczne, stają się bardziej stosowne dla przedsiębiorstw – na przykład towarzystw ubezpieczeniowych – niż dla inwestorów indywidualnych. Za to ceny gorszej jakości tego typu papierów, prawie zawsze podlegają silnym wahaniom procentowym – niemal takim samym jak akcje zwykłe. Nie możemy na ich temat powiedzieć już nic więcej. Tabela 16.2. na str. 307, podaje informacje na temat zmian cen słabych niezmiennych akcji uprzywilejowanych, między grudniem 1968 roku a grudniem 1970 roku. Średni spadek wynosił 17%, dla porównania indeks Standard & Poor's dla akcji zwykłych tylko 11,3%.

* Tak jak zostało wspomniane w Rozdziałach 2. i 4., nową i udoskonaloną wersję przedstawionego tutaj pomysłu Grahama, stanowią TIPS, czyli papiery skarbowe zabezpieczające przed inflacją.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 8

Szczęście tych, którzy zabiegają o popularność, zależy od innych. Szczęście tych, którzy szukają przyjemności, zależy od wahań nastrojów, na które nie mają wpływu. Szczęście człowieka mądrego, to wynik czynów wykonywanych z wolnej woli.

Marek Aureliusz

Schizofreniczna pani Giełda

Zwykle giełda właściwie wycenia większość akcji. Miliony targujących się o cenę sprzedających i kupujących, doskonale wywiązują się ze swojego zadania, polegającego na średniej wycenie wartości przedsiębiorstw. Jednak czasami cena jest nieadekwatna. A bywa też błędna. W takich momentach, warto odwoływać się do jednej z najbłyskotliwszych metafor wyjaśniających, w jaki sposób dochodzi do nieprawidłowej wyceny akcji.* Pani Giełda cierpi na zespół maniakalno-depresyjny i nie zawsze wystawia akcji taką cenę, jaką wystawiłby wyceniający wartość nabywca. Czasami, gdy akcje zwyżkują, ona z radością płaci znacznie powyżej obiektywnej wartości. A czasami, gdy ceny maleją, zaniża cenę akcji poniżej rzeczywistej wartości.

Czy pani Giełda nadal ma coś do powiedzenia? Czy nadal cierpi na zespół depresyjno-maniakalny? Możesz być pewien, że tak.

17 marca 2000 roku, akcje Inktomi Corp., osiągnęły nowe maksimum na poziomie 231 625 dolarów. Od wejścia na giełdę w czerwcu 1998 roku, ceny udziałów tego producenta oprogramowania do przeszukiwania Internetu, wzrosły o 1900%. Tylko od grudnia 1999 roku uległy potrojeniu.

Czym wyróżniała się działalność Inktomi, że wartość jej akcji tak oszałamiająco rosła? Odpowiedź wydaje się oczywista – niewiarygodnie szybkim wzrostem. Przez trzy ostatnie miesiące 1999 roku, firma Inktomi sprzedała produkty i usługi za 36 mln, czyli za więcej niż przez cały 1998 rok. Gdyby tempo wzrostu z ostatnich 12 miesięcy utrzymało się przez kolejnych pięć lat, to jej przychody eksplodowałyby z 36 mln kwartalnie, do 5 mld miesięcznie. Przy takiej perspektywie, im cena akcji rosła szybciej, tym wyżej mogła dojść.

* Patrz tekst Grahama na str. 191–192.

Ale pani Giełda, w swoim szalonym romansie z Inktomi, nie dostrzegła pewnego drobiazgu. Firma ta traciła pieniądze. I to duże. W ostatnim kwartale 6 mln, w poprzednich 12 miesiącach 24 mln, i jeszcze rok wcześniej też 24 mln. Inktomi od początku działalności nie osiągnęła ani centa zysku. Ale 17 marca 2000 roku, pani Giełda wyceniła to wątpliwe przedsiębiorstwo na sumę 25 mld. (Tak, tak – MLD).

I wtedy, nagle, pani Giełda wpadła w koszmarną depresję. 30 września 2002 roku, ledwie dwa i pół roku po osiągnięciu rekordowych 231 625 dolarów za akcję, cena udziałów zbliżała się do 25 centów, a całkowita wartość rynkowa Inktomi spadła z 25 mld do niecałych 40 mln. Czy jej działalność zaczęła wygasać? Wcale nie. Przez poprzednich 12 miesięcy Inktomi osiągnęła 113 mln przychodów. A więc co się zmieniło? Tylko nastrój pani Giełdy. Na początku XXI wieku, gdy inwestorzy zwariowali na punkcie spółek internetowych, wycenili akcje Inktomi 250 razy powyżej przychodów. Pani Giełda przepoczwarzyła się, jak doktor Jekyll w pana Hyde'a, i każdą akcję, która ją ośmieszała, zamieniła w śmieć.

Ale gniew pani Giełdy był równie słabo uzasadniony, jak jej wcześniejsza maniakalna euforia. 23 grudnia 2002 roku, Yahoo! Inc. ogłosiło, że wykupuje Inktomi po 1,65 dolara za akcję. To prawie siedem razy więcej niż cena z 30 września. Przyszłość pokaże, czy Yahoo! zrobiło dobry interes. Nic dziwnego, że gdy pani Giełda sprawia, że akcje są tak tanie, wykupowane są przez nią całe firmy.*

Myśl za siebie

Czy pozwoliłbyś, aby jakiś wariat przychodził do ciebie pięć razy w tygodniu i przekonywał cię, że powinieneś czuć dokładnie to samo co on? Czy wpadałbyś w euforię tylko dlatego, że on w nią wpada? Albo pogrążał się w przygnębieniu, bo on uważa, że powinieneś? Oczywiście, że nie. Walczyłbyś o prawo do panowania nad własnym życiem emocjonalnym, które jest zgodne z twoim doświadczeniem i przekonaniami. Ale gdy w grę wchodzi życie finansowe, miliony ludzi pozwalają, aby schizofreniczna pani Giełda dyktowała im, co mają czuć i robić – wbrew oczywistemu faktowi, że od czasu do czasu bywa głupsza niż ustawa przewiduje.

* Jak zauważył Graham w serii klasycznych artykułów z 1932 roku, wielka recesja sprawiła, że ceny akcji dziesiątek firm, spadły poniżej wartości gotówkowej i aktów płynnych, co spowodowało, że „martwe były warte więcej niż żywe".

W 1999 roku, gdy pani Giełda piała z zachwytu, amerykańscy pracobiorcy 8,6% swoich zarobków kierowali na konta emerytalne 401(k). Do 2002 roku, kiedy pani Giełda miała za sobą już trzy lata upychania akcji w czarnych workach na śmieci, odsetek pieniędzy kierowanych na plany emerytalne spadł średnio o prawie jedną czwartą do 7%.* Im tańsze były akcje, tym ludzie mniej chętnie je kupowali, ponieważ zamiast myśleć samodzielnie, naśladowali panią Giełdę.

Inteligentny inwestor nie powinien, bynajmniej, ignorować pani Giełdy. Owszem, powinien robić z nią interesy, ale tylko w takim zakresie, w jakim mu to służy. Zadanie pani Giełdy polega na określaniu cen. Twoje zadanie, to określenie, czy możesz je dla siebie wykorzystać. *Nie musisz handlować z Giełdą tylko dlatego, że stale cię o to błaga.*

Odmawiając pani Giełdzie, jesteś panem samego siebie, a z niej robisz służkę. Mimo wszystko, gdy wydaje się, że zaniża wartości jednych akcji, zawyża inne. W 1999 roku, indeks Wilshire 5000 – najszerszy wskaźnik wyników amerykańskich akcji – wzrósł o 23,8% dzięki spółkom internetowym i telekomunikacyjnym. Ale chociaż średnia rosła, 3743 z 7234 akcji spółek z Wilshire, taniało. Gdy akcje telekomów i high-tech stawały się gorętsze niż maska samochodu wyścigowego w sierpniowe popołudnie, tysiące akcji „starej gospodarki" grzęzło w mule, coraz bardziej taniejąc.

Akcje holdingu CMGI – zwanego inkubatorem – złożonego ze startujących firm internetowych, zdumiewająco zdrożały w 1999 roku – do 939,9%. Tymczasem akcje Berkshire Hathaway – holdingu, za pośrednictwem którego najznamienitszy uczeń Grahama, Warren Buffett, był właścicielem udziałów w takich tuzach „starej gospodarki" jak Coca-Cola, Gillette i Washington Post Co. – spadły o 24,9%.**

Ale później, jak to często bywa, rynkowi nagle zmienił się nastrój. Tabela 8.1. ilustruje, w jaki sposób wyrzutki z 1999 roku, w latach 2000–2002 stały się gwiazdami.

* Oto tytuł publikacji Spectrem Group: *Sponsorzy planów przegrywają bitwę o zapobieżenie spadku udziałów i składek*, 25 października 2002.

** Kilka miesięcy później, 10 marca 2000 roku, tego samego dnia, gdy NASDAQ pobiła rekord wszechczasów, znawca inwestycji online, James J. Cramer, pisał, że w ostatnich dniach „chodziła mu po głowie", pokusa krótkiej sprzedaży Berkshire Hathaway, co miało sugerować, że akcje Buffetta będą dalej tanieć. Za pomocą swoich dosadnych porównań Cramer ogłosił nawet, że akcje Berkshire „dojrzały, aby spaść". Tego samego dnia, strateg giełdowy Ralph Acampora z Prudential Securities, zadawał pytanie: – Norfolk Southern czy Cisco Systems? Gdzie chciałbyś znaleźć się w przyszłości? Wydawało się, że Cisco Systems, przyszłość Internetu, bije na głowę Norfolk Southern ze starzejącej się branży kolejowej (w nadchodzącym roku, Norfolk Southern zdrożały o 35%, a Cisco straciły 70% swojej wartości).

Tabela 8.1. Mydło i powidło...

Spółka	Branża	Suma zysków				Ostateczna wartość 1000 dol. zainwestowanego 01.01.1999
		1999	2000	2001	2002	
Angelica	stroje robocze	–43,7	1,8	19,3	94,1	1328
Ball Corp.	opakowania metalowe i plastikowe	–12,7	19,2	55,3	46,0	2359
Checkers Drive-In Restaurants	bary szybkiej obsługi	–45,5	63,9	66,2	2,1	1517
Family Dollar Stores	tanie sklepy detaliczne	–25,1	33,0	41,1	5,0	1476
International Game Technology	sprzęt do gier hazardowych	–16,3	136,1	42,3	11,2	3127
J B Hunt Transportation	ciężarówki	–39,1	21,9	38,0	26,3	1294
Jos. A. Bank Clothiers	odzież	–62,5	50,0	57,1	201,6	2665
Lockheed Martin	obronność i lotnictwo	–46,9	58,0	39,0	24,7	1453
Pier 1 Imports	wyposażenie wnętrz	–33,2	63,9	70,5	10,3	2059
UST Inc.	tytoniowa	–23,5	21,6	32,2	1,0	1241
Indeks Wilshire Internet		139,1	–55,5	–46,2	–45,0	315
Indeks Wilshire 5000 (wszystkie spółki giełdowe)		23,8	–10,9	–11,0	–20,8	778

Źródła: Aronson + Johnson + Ortiz, L.P.; www.wilshire.com

Jeśli chodzi o te dwa holdingi, to CMGI w 2000 roku stracił 96%, a w 2001 roku kolejnych 79,9% oraz następne 39,8% w 2002 roku. W sumie, strata wyniosła 99,3%. Holding Berkshire Hathaway zdrożał w 2000 roku o 26,6%, a o 6,5% w 2001 roku. Potem, w 2002 roku, zanotował niewielką stratę na poziomie 3,8%. W sumie zyskał 30%.

Czy można pokonać specjalistów na ich własnym polu?

Do najważniejszych spostrzeżeń Grahama należy to, które mówi, że „inwestor, który daje się zastraszyć lub niepotrzebnie zamartwia się spadkami giełdowych cen akcji ze swego portfela, swoje zasadnicze zalety zamienia w najgorsze wady".

Co Graham rozumie pod pojęciem „zasadnicze zalety"? Chodzi mu o to, że inteligentny inwestor indywidualny dysponuje pełną swobodą decyzji w kwestii tego, czy słuchać pani Giełdy czy nie. Masz ten luksus, że możesz myśleć sam za siebie.*

* Na pytanie, co najbardziej przeszkadza inwestorom w odnoszeniu sukcesów, Graham odpowiadał jednoznacznie: – Najważniejszą przyczyną porażek jest to, że zbyt wiele uwagi przywiązują do bieżących zachowań giełdy. Patrz: Benjamin Graham, *Thoughts on Security Analysis* [zapis wykładu w Northeast Missouri State University Analysis, marzec 1972], magazyn *Financial History*, nr 42, marzec 1991, str. 8.

Ale przeciętny menedżer finansowy nie ma wyboru i musi naśladować panią Giełdę krok po kroku: kupować drogo, sprzedawać tanio i niemal bezmyślnie popełniać wszystkie błędy. Oto kilka niedogodności, które doskwierają menedżerom funduszy powierniczych i innym zawodowym inwestorom:

- Obracając miliardami dolarów, muszą oglądać się za największymi spółkami, bo tylko tam mogą dokonywać wielomilionowych zakupów do swoich portfeli. Dlatego często kończy się to tym, że wiele funduszy ma u siebie akcje tych samych gigantów, o zawyżonej wartości.
- Inwestorzy mają skłonność do lokowania pieniędzy na giełdzie w okresach wzrostów cen. Menedżerowie wykorzystują nową gotówkę na zakup dalszych akcji tych samych przedsiębiorstw, które już mają, i tym samym windują ceny na jeszcze wyższe poziomy.
- Jeżeli osoby inwestujące w fundusze poproszą o zwrot pieniędzy w okresie spadku cen rynkowych, menedżerowie mogą być zmuszeni do wymiany akcji na gotówkę. Zatem, fundusze zmuszane są do zakupu akcji po zawyżonych cenach i do sprzedawania ich, gdy znów stanieją.
- Wielu menedżerów portfeli, dostaje premie za wyniki powyżej średniej giełdowej, więc obsesyjnie porównują swoje dokonania z takimi wskaźnikami jak indeks Standard & Poor's 500. Jeśli do indeksu zostaje włączona jakaś firma, odruchowo rzucają się na nią setki funduszy (jeżeli nie zrobią tego, a akcje radzą sobie dobrze, menedżerowie wychodzą na idiotów. Z kolei, jeżeli kupią akcje, a one wypadają źle, nikt ich za to nie wini).
- Od menedżerów funduszy coraz częściej wymaga się specjalizacji. Tak jak w medycynie, internista ustępuje miejsca pediatrze-alergologowi i geriatrze-laryngologowi, tak menedżer funduszu musi specjalizować się w akcjach „małego wzrostu" lub w akcjach spółek „średniego rozmiaru", lub w portfelach „silnie zdywersyfikowanych".* Jeśli firma staje się za duża, za mała, za tania lub za droga, fundusz musi sprzedać jej akcje. Nawet jeśli są oczkiem w głowie menedżera.

Dlatego nie ma powodu, aby postępować tak, jak zawodowcy. Na pewno nie wolno ci (wbrew twierdzeniem różnych specjalistów), próbować „pokonać zawodowców na ich własnym polu". Przecież nawet oni nie mogą

* Nie zastanawiaj się za bardzo, co oznaczają, ani co mogłyby oznaczać te terminy. Chociaż oficjalnie traktowane są niezmiernie poważnie, prywatnie, w branży inwestycyjnej, podchodzi się do nich z lekceważeniem zarezerwowanym dla dowcipów, które nie śmieszą.

wygrać w to, w co grają. Więc po co w ogóle zasiadać z nimi do gry? Jeśli przestrzegasz ich zasad, tracisz, bo stajesz się takim samym niewolnikiem pani Giełdy jak oni.

Lepiej przyjąć do wiadomości, że inteligentne inwestowanie polega na kontrolowaniu tego, co można kontrolować. Nie mamy wpływu na to, czy akcje albo jednostki funduszy inwestycyjnych osiągną lepsze wyniki niż średnia giełdowa dzisiaj, za tydzień, za miesiąc, za rok. Na krótką metę zyski zawsze zależą od pani Giełdy i jej kaprysów. Ale mamy wpływ na:

- **koszty obsługi maklerskiej** – jeśli prowadzimy transakcje cierpliwie, rzadko i tanio,
- **koszty posiadania** – odmawiając kupowania jednostek funduszy, jeśli roczne koszty obsługi są zawyżone,
- **własne oczekiwania** – prognozując swoje zyski realnie i bez udziału fantazji,*
- **ponoszone ryzyko** – za pomocą dywersyfikacji, dopasowywania proporcji akcji i obligacji w portfelu oraz za pomocą decyzji, jaką część ogółu aktywów postawić w giełdowej grze,
- **wysokość podatków** – trzymając akcje przez co najmniej rok, a w miarę możliwości przez pięć lat, aby zminimalizować podatki od zysków z kapitału,
- przede wszystkim **własne poczynania.**

Jeśli oglądasz telewizję finansową lub czytasz komentatorów giełdowych, możesz dojść do wniosku, że inwestowanie to sport, wojna albo próby przetrwania we wrogiej dziczy. *Ale inwestowanie to nie pokonywanie rywali. To panowanie nad samym sobą.* Przed inteligentnym inwestorem nie stoi wyzwanie kupowania akcji, które będą najbardziej drożały albo będą ostatnie taniały... ale unikanie kupowania tylko dlatego, że pani Giełda każe kupować i sprzedawania, bo taki jest rozkaz pani Giełdy.

Jeśli twoja perspektywa inwestycyjna jest długa – przynajmniej na 25 lub 30 lat – masz tylko jedno rozsądne wyjście: kupować mechanicznie co miesiąc i zawsze wtedy, gdy posiadasz jakieś wolne pieniądze. Najlepszym wyborem, będzie fundusz oparty na indeksie giełdowym. Sprzedawaj tylko wtedy, gdy potrzebujesz gotówki (dla wzmocnienia swojego postanowienia, sporządź i podpisz *Umowę z Właścicielem Inwestycji*, zamieszczoną na str. 209).

* Patrz: znakomity felieton Waltera Updegrave'a, *Money*, luty 2002, str. 63-56

Aby być inteligentnym inwestorem, musisz także unikać oceniania swojego sukcesu finansowego, na podstawie powodzenia garstki kompletnie obcych ci ludzi. Jeśli Dubuque, Dallas albo Denver ma wyniki lepsze niż Standard & Poor's 500, a ty nie, to nie jesteś z tego powodu biedniejszy nawet o centa. Nikomu na nagrobku nie napisze się, że OSIĄGNĄŁ WYNIK LEPSZY OD ŚREDNIEJ GIEŁDOWEJ.

Kiedyś rozmawiałem z grupą mieszkańców Boca Raton, jednego z najbogatszych okręgów na Florydzie, zamieszkałego przez rencistów. Zapytałem tych siedemdziesięciolatków, czy kiedykolwiek udało im się osiągnąć wyniki lepsze niż średnia giełdowa. Niektórzy powiedzieli, że tak, inni że nie, a większość nie mogła sobie przypomnieć. – A kogo to obchodzi? – zapytał jeden z nich. – Mnie wystarczy, że zarobiłem na inwestycjach tyle, by móc zamieszkać w Boca.

Czy mógłbym się spodziewać doskonalszej odpowiedzi? Przecież w inwestowaniu nie chodzi o to, aby zarobić więcej niż przeciętna, tylko aby zarobić na zaspokojenie swoich potrzeb. Najlepszą miarą sukcesu inwestycyjnego nie jest to, czy osiągasz wyniki powyżej średniej giełdowej, ale czy realizujesz plan inwestycyjny z taką dyscypliną, że istnieje prawdopodobieństwo osiągnięcia założonego celu. Na giełdzie nie chodzi o to, aby przybiec do mety przed innymi, ale aby mieć pewność, że się do niej dobiegnie.*

Pieniądze i mózg

A więc dlaczego inwestorzy dają się skusić pani Giełdzie? Okazuje się, że nasze mózgi są tak zaprogramowane, aby ładować nas w kłopoty inwestycyjne. Jesteśmy stworzeniami poszukującymi prawidłowości. Psychologowie udowodnili, że jeśli pokazywać coś ludziom w przypadkowej kolejności – i mówić, że nie da się jej przewidzieć – to i tak będą się starać odgadnąć, co następnie zobaczą. Dlatego „wiemy", że w następnym rzucie w kości wypadnie „siedem", że baseballista wybije piłkę na bazę, że w najbliższym losowaniu Powerballa na pewno padną liczby 4-27-9-16-42-10, i że ta nowa modna spółka to drugi Microsoft.

Przełomowe badania neurologiczne pokazują, że nasze mózgi są zaprojektowane na odbieranie prawidłowości nawet tam, gdzie one nie istnieją. Jeśli jakieś zdarzenie powtórzy się dwa czy trzy razy pod rząd, pewne rejony mózgu nakazują przedniej części obręczy i jądra półleżącego automatycznie zakładać, że zdarzenie będzie miało miejsce kolejny raz. Jeśli rzeczywiście tak się dzieje, uwalnia się naturalny środek chemiczny zwany dopaminą, która zalewa mózg uczuciem delikatnej euforii. A zatem, jeśli ceny akcji rosną kilka razy pod rząd, mechanicznie zakładamy, że będą rosły nadal – a chemiczne zmiany w mózgu powodują, że wzrost cen akcji wprawia nas w „stan naturalnego upojenia". Człowiek praktycznie uzależnia się od własnych przewidywań.

Ale gdy ceny akcji spadają, straty finansowe rozpalają jądro migdałowate, czyli część mózgu przetwarzającą niepokój i strach oraz wywołującą sławną reakcję „walczyć czy uciekać", która znana jest wszystkim stworzeniom zapędzonym w ślepy zaułek. Tak jak nie można powstrzymać przyspieszenia akcji serca, gdy włączy się alarm pożarowy, tak jak nie można powstrzymać się od wzdrygnięcia, gdy pod nogami na ścieżce zobaczymy węża, tak nie można nie czuć strachu, kiedy ceny akcji lecą w dół.*

Znakomici psychologowie, Daniel Kahneman i Amos Tversky wykazali, że ból po stracie finansowej jest ponad dwa razy intensywniejszy niż przyjemność z zysku na tym samym poziomie. Zarobienie 1000 dolarów na akcjach, daje znakomite uczucie... ale strata 1000 pociąga za sobą reakcję emocjonalną ponad dwa razy silniejszą. Wielu ludzi utrata pieniędzy boli tak bardzo, że ewentualność kolejnej straty napawa ich przerażeniem i sprzedają akcje po cenach niemal minimalnych lub nie chcą dokupywać dalszych papierów.

To pomaga wyjaśnić, dlaczego spadki giełdowe wyolbrzymiamy tak jak i swoje straty. Jeśli dziennikarz telewizyjny złorzeczy, że „giełda się załamuje, a indeks Dow spadł o 100 punktów!", to większość ludzi instynktownie się wzdryga. Ale przy Dow na poziomie – ostatnio – 8000, taki spadek to zaledwie 1,2%. Gdy zapomnisz o przeliczeniu spadku cen na procenty, łatwo wpaść w panikę nawet przy najdrobniejszych wahnięciach (jeżeli masz przed sobą parędziesiąt lat inwestowania, to istnieje znacznie lepszy sposób odbierania wiadomości z programów finansowych; patrz ramka na str. 206).

Pod koniec lat 90., wielu ludzi poczuło, że błądzi w ciemnościach, jeśli kilka razy dziennie nie sprawdzi notowań giełdowych. Ale – jak to ujął Graham – dla typowego inwestora „byłoby lepiej, gdyby jego akcje wcale nie były notowane na giełdzie, bo to zaoszczędziłoby mu udręki psychicznej spowodowanej przez błędy, jakie w ocenach inwestycyjnych

* Patrz: Jason Zweig, *Did You Beat the Market?*, *Money*, luty 2000, str. 55–58

* Neurologia inwestowania była omawiana przez Jasona Zweiga w *Are You Wired for Wealth?*, *Money*, październik 2002, str. 74–83. Artykuł dostępny także na http://money.cnn.com/2002/09/25/pf/investing/agenda_brain_short/index.htm. Patrz też: Jason Zweig, *The Trouble with Humans*, *Money*, listopad 2000, str. 57–70.

Wiadomości do wykorzystania

Akcje lecą na łeb na szyję, więc włączasz telewizję, aby obejrzeć najnowsze informacje giełdowe. Ale wyobraź sobie, że zamiast CNBC albo CNN, włączyłeś Telewizję Finansową Benjamina Grahama. TFBG nie nadaje dźwięku słynnego dzwonka kończącego sesję giełdową. Nie widzimy obrazu maklerów miotających się po parkiecie, jak rozwścieczone gryzonie. Telewizja ta nie pokazuje też obrazków inwestorów z rozdziawionymi ustami, którzy wpatrują się w czerwone strzałki przy cenach akcji, na elektronicznej tablicy.

Zamiast tego na ekranie oglądamy fasadę NYSE, na której powiewa flaga z napisem: „WYPRZEDAŻ! 50%!". W podkładzie muzycznym leci stary szlagier „You Ain't Seen Nothin' Yet", którym Bachman-Turner Overdrive rozgrzewali kiedyś tancbudy. Potem odzywa się wesoły spiker: – Dzisiaj akcje stały się jeszcze bardziej atrakcyjne, bo indeks Dow spadł o kolejne 2,5% przy dużych obrotach. Akcje tanieją już czwarty dzień z rzędu. Inwestorzy preferujący spółki techniczne mają się jeszcze lepiej, bo akcje takich przedsiębiorstw jak Microsoft straciły dzisiaj prawie 5%, dzięki temu stały się bardziej przystępne. To najlepsza wiadomość mijającego roku, w którym akcje straciły już 50% wartości, co sprowadziło ich ceny do okazyjnych poziomów nie obserwowanych od wielu lat. Prominentni analitycy z optymizmem patrzą w przyszłość, licząc, że w najbliższych tygodniach i miesiącach akcje nadal będą tanieć.

We wstawce filmowej występuje strateg giełdowy Ignatz Andersen, z mieszczącej się na Wall Street firmy Ketchum & Skinner. „Według moich prognoz" – mówi – „do czerwca ceny akcji spadną o kolejnych 15%. Z ostrożnym optymizmem przewiduję, że wszystko będzie toczyć się jak najlepiej i akcje stanieją o 25%, a może nawet więcej".

„Miejmy nadzieję, że Ignatz Anderson ma rację" – komentuje spiker. – „Taniejące akcje to cudowna wiadomość dla każdego, kto inwestuje z myślą o dalekiej przyszłości. A teraz, tylko u nas, Wally Wood i prognoza AccuWeather".

popełnili inni ludzie". Gdy sprawdzasz wartość swojego portfela o godzinie 13.24, a o 13.27 czujesz przymus, aby sprawdzić jeszcze raz, zadaj sobie poniższe pytania:

- Jeśli dzwoniłem do agenta nieruchomości sprawdzić, ile kosztuje mój dom o godzinie 13.24, to czy o 13.27 zadzwonię jeszcze raz?

- A nawet jeśli zadzwonię i cena się zmienia, to czy w pośpiechu chcę sprzedać dom?
- Czy, jeśli nie będę sprawdzał – albo nawet nie będę znał – ceny rynkowej domu z minuty na minutę, przeszkodzę we wzroście jego ceny?*

Jedyna możliwa odpowiedź na te pytania brzmi „nie!". I w taki sam sposób należy podchodzić do swojego portfela. Przy dziesięcio-, dwudziesto- lub trzydziestoletniej perspektywie inwestycyjnej, chwilowe kaprysy pani Giełdy nie mają żadnego znaczenia. W każdym razie, dla osoby, która inwestuje z myślą o odległej przyszłości, spadek cen jest pomyślną wiadomością, bo umożliwia kupno większej liczby akcji za mniejsze pieniądze. Im dłużej i niżej spadają ceny, tym więcej pieniędzy zarobisz w ostatecznym rezultacie – o ile będziesz wytrwały. Zamiast uciekać przed bessą, należy ją zaakceptować. Inteligentny inwestor nie powinien poczuć ani odrobiny dyskomfortu, jeśli przez najbliższe 10 lat nie dostanie codziennych notowań swoich papierów.**

Paradoksalnie, twierdzi neurolog Antonio Damasio, „zyskujesz kontrolę, gdy uświadamiasz sobie, jak wielu rzeczy nie jesteś w stanie kontrolować". Zdając sobie sprawę z naturalnej tendencji do kupowania drogo i sprzedawania tanio, możesz przekonać się do *zakupów po uśrednionych cenach*, bilansowania portfela i podpisania umowy inwestycyjnej. Gdy większą część portfela oddajesz automatycznemu pilotowi, pokonujesz uzależnienie od prognozowania, koncentrujesz się na długofalowych celach inwestycyjnych i uwalniasz od huśtawek nastroju pani Giełdy.

Gdy pani Giełda daje ci cytryny, zrób lemoniadę

Chociaż Graham uczy, aby kupować, gdy pani Giełda namawia do sprzedaży, istnieje pewien wyjątek, który inteligentny inwestor powinien dokładnie zrozumieć. Sprzedawanie podczas bessy ma sens tylko wtedy, gdy służy to poprawie sytuacji podatkowej. Amerykańskie przepisy skarbowe umożliwiają odliczenie od podstawy dochodu strat kapitałowych (każdego spadku

* Warto też zadać sobie pytanie, czy mieszkałoby ci się lepiej w domu, którego dokładną cenę codziennie można by znaleźć w gazecie albo w telewizji.
** W serii bezprecedensowych eksperymentów z końca lat 80., psycholog z Columbia University i Harvard University, Paul Andreassen, wykazał, że inwestorzy, którzy często otrzymują uaktualnione notowania, zarabiają dwa razy mniej niż ci, którzy nie otrzymują ich wcale.

wartości sprzedawanych udziałów), do wysokości 3000 dolarów.* Powiedzmy, że w styczniu 2000 roku, kupiłeś 200 akcji Coca-Coli po 60 dolarów za akcję, czyli zainwestowałeś w sumie 12 000 dolarów. Pod koniec 2002 roku, cena akcji spadła do 44 dolarów, a cała twoja inwestycja warta jest 8800 dolarów, czyli poniosłeś stratę w wysokości 3200 dolarów.

Mógłbyś postąpić tak, jak większość ludzi, i narzekać z powodu straty lub zamieść ją pod dywan i udawać, że jej nie było. Albo możesz przejąć nad nią kontrolę. Pod koniec 2002 roku, mogłeś sprzedać wszystkie udziały w Coca-Coli i zamrozić stratę na poziomie 3200 dolarów. Potem, zgodnie z przepisami skarbowymi, odczekać 31 dni i odkupić swoje 200 akcji. W efekcie, w 2002 roku, odliczyłeś od dochodu 3000 dolarów, a pozostałe 200 dolarów przeniosłeś do strat za 2003 rok. A co najważniejsze, nadal jesteś posiadaczem akcji przedsiębiorstwa, przed którym widzisz świetlaną przyszłość... Ale teraz kosztowały cię one prawie jedną trzecią mniej niż za pierwszym razem.**

Jeśli Wuj Sam ma za to płacić, to warto sprzedawać akcje, aby ponieść straty. Jeśli Wuj Sam chce, aby poczynania pani Giełdy wypadały logicznie, to czy możemy narzekać?

* Federalne prawo podatkowe stale ulega zmianom. Przedstawiony tutaj przykład Coca-Coli, odnosi się do przepisów z początku 2003 roku.

** Przykład ten zakłada, że w 2002 roku, inwestor nie zrealizował zysków kapitałowych i nie reinwestował dywidendy z Coca-Coli. Operacje unikania podatku nie są proste, bo bardzo łatwo popełnić w nich błąd. Zanim zabierzesz się za to, przeczytaj najnowsze przepisy skarbowe (www.irs.go/pub/irspdf/p550.pdf). Dobry przewodnik po zarządzaniu podatkami od inwestycji, *Wall Street Secrets for Tax-Efficient Investing* napisali Robert N. Gordon i Jan M. Rosen (Bloomberg Press, Princeton, New Jersey 2001). A zanim ostatecznie zdecydujesz się na przeprowadzenie podobnej operacji, skonsultuj się z doradcą podatkowym.

Umowa z właścicielem inwestycji

Ja, ..., niniejszym oświadczam, że jestem inwestorem, który chce gromadzić majątek na przyszłość przez wiele lat.

Wiem, że wiele razy będzie mnie kusiło, aby zainwestować w akcje lub obligacje, bo akurat drożeją, a kiedy indziej, aby sprzedawać swoje papiery, bo tanieją.

Oświadczam też, że nie pozwolę, aby gromady obcych ludzi podejmowały za mnie decyzje finansowe. Ponadto uroczyście przyrzekam, że nigdy nie zainwestuję, bo akcje drożeją i nigdy nie sprzedam dlatego, że tanieją. Ale za to będę inwestował ... dolarów miesięcznie, za pośrednictwem automatycznego planu inwestycyjnego albo programu uśredniania kosztów nabycia, w następujące fundusze inwestycyjne albo zdywersyfikowane portfele:

....

....

....

Ponadto będę inwestował dodatkowe sumy, gdy tylko będę miał nadmiar gotówki (i będę mógł sobie pozwolić na poniesienie krótkoterminowych strat).

Deklaruję także, że każdą z poniższych inwestycji, przetrzymam przynajmniej do niżej wymienionej daty (która musi przypadać minimum 10 lat po dacie podpisania umowy): ....
Jedynym odstępstwem od tego kontraktu, może być nagła potrzeba gotówki spowodowana, na przykład zagrożeniem zdrowia albo utratą pracy lub też planowanymi wydatkami, typu wpłaty na dom albo na naukę.

Ja, niżej podpisany, potwierdzam swój zamiar przestrzegania niniejszej umowy, ale także czytania tego dokumentu za każdym razem, gdy kusi mnie, aby sprzedać którąkolwiek ze swych inwestycji.

Umowa uzyskuje ważność z chwilą podpisania przez co najmniej jednego świadka, i musi być przechowywana w miejscu bezpiecznym i łatwo dostępnym.

Podpis
Data

Świadkowie ....

ROZDZIAŁ 9

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne

Jedna z opcji, stojących przed defensywnym inwestorem, polega na lokowaniu pieniędzy w jednostkach firm inwestycyjnych. Papiery odsprzedawane na życzenie posiadacza, po wartości aktywów netto, znane są powszechnie pod nazwą jednostek „funduszy wzajemnych" (czyli „funduszy otwartych"). Większość tego typu funduszy, stale prowadzi aktywną sprzedaż swoich jednostek za pośrednictwem armii sprzedawców. Natomiast liczba jednostek funduszy zamkniętych, nie podlegających wykupowi na życzenie, pozostaje stosunkowo niezmienna. Wszystkie fundusze, niezależnie od wartości, są rejestrowane przez Securities & Exchange Commission (SEC) i podlegają jej kontroli oraz rozporządzeniom.*

To wielka branża. Pod koniec 1970 roku, w SEC były zarejestrowane 383 fundusze o łącznych aktywach 54,6 mld dolarów. Wśród nich 356, o aktywach 50,6 mld dolarów, to fundusze wzajemne, a 27, o aktywach 4,0 mld dolarów – fundusze zamknięte.**

Fundusze te podlegają różnym metodom klasyfikacji. Jedna z nich opiera się na podziale portfela. Jeśli fundusz znaczną część (zazwyczaj około jednej trzeciej), środków lokuje w obligacje, jest to „fundusz zrównoważony". Jeśli portfel składa się niemal wyłącznie z akcji, mamy do czynienia z „funduszem akcji" (istnieją jeszcze inne odmiany, na przykład „fundusze obligacji", „fundusze asekuracyjne", „fundusze akcji", „listy zastawne" itd.).* Inny podział funduszy, uwzględnia głównie cel, jaki sobie stawiają. Priorytetem może być dochód, stabilność ceny albo aprecjacja kapitału („fundusze wzrostu"). Jeszcze jeden podział opiera się, przede wszystkim, na metodzie sprzedaży. Istnieją fundusze doliczające prowizję od sprzedaży (generalnie około 9% przy minimalnym zakupie) do wartości.[1] Ale są też takie, które nie naliczają takiej prowizji, a ich zarządy zadowalają się zwyczajną opłatą za doradztwo inwestycyjne. Ponieważ nie wypłacają one prowizji swoim sprzedawcom, zazwyczaj są mniejsze.** Ceny kupna i sprzedaży funduszy zamkniętych, nie są ustalane przez firmy zarządzające funduszami, tylko, tak jak zwyczajne akcje spółek, podlegają wahaniom na rynku otwartym.

Większość funduszy korzysta ze specjalnych przepisów prawa podatkowego, które mają chronić udziałowców od podwójnego opodatkowania zysków. W efekcie, muszą wypłacać udziałowcom wszystkie zwyczajne dochody, czyli dywidendy i odsetki pomniejszone o koszty. Ponadto, mogą wypłacać długoterminowe zyski z obrotów zainwestowanymi środkami – w formie „dywidendy od zysków kapitałowych" – które udziałowcy traktują jako własne zyski z inwestycji (jest tu jeszcze jedna możliwość, ale ominiemy ją, aby nie wprowadzać zamieszania).*** Niemal wszystkie fundusze mają taką formę wypłat, lecz nie zaliczają się do niej zyski z akcji będących w obrocie niepublicznym. Nowa metoda, wprowadzona w 1967 roku, dzieli kapitalizację między papiery uprzywilejowane – z których otrzymywane są wszystkie dochody, nakłady kapitałowe oraz akcje zwykłe, z których

* Publiczna sprzedaż jednostek funduszy otwartych, zamkniętych i walutowych, stanowi naruszenie prawa federalnego, jeśli fundusz nie został zarejestrowany (lub nie złożył obowiązkowych oświadczeń finansowych) w SEC.

** Branża funduszy przestała być „bardzo wielka" i stała się ogromna. Pod koniec 2002 roku, istniało 8279 funduszy wzajemnych, dysponujących środkami w wysokości 6,56 bilionów dolarów, 514 funduszy zamkniętych ze środkami liczącymi 149,6 mld oraz 116 funduszy walutowych (ETF) z 109,7 mld. Liczby te nie uwzględniają inwestycji przypominających fundusze, na przykład różnego rodzaju annuit lub udziałów trustów inwestycyjnych.

* Lista najważniejszych typów funduszy wzajemnych, znajduje się na www.ici.org/pdf/g2understanding.pdf i http://news.moningstar.com/fundReturns/CategoryReturns.html. Fundusze akcji spoza obiegu giełdowego przestały istnieć, a fundusze asekuracyjne generalnie zostały zabronione, na mocy wydanego przez SEC zakazu sprzedaży udziałów inwestorom, których dochód wynosi poniżej 200 tys. dolarów, lub których majątek nie przekracza miliona dolarów.

** Obecnie, maksymalny narzut podczas sprzedaży wynosi około 5,75%. Jeśli inwestujesz 10 tys. dolarów w fundusz ze stałą prowizją w wysokości 5,75%, to 575 dolarów trafia do osoby (albo firmy maklerskiej), która sprzedaje, a zainwestowana suma netto wynosi 9425 dolarów. Właściwie 575 dolarów, stanowi 6% zainwestowanej sumy i dlatego standardowe metody naliczania prowizji Graham nazywa „sztuczką handlową". Od lat 80., fundusze nie naliczające prowizji, stały się bardzo popularne i przestały być mniejsze od tych, które naliczają prowizję.

*** Obecnie, prawie wszystkie fundusze wzajemne są opodatkowane tak, jak „oficjalne przedsiębiorstwa inwestycyjne" (RIC – od ang. regulated investment company), które, jeśli wszystkie zyski wypłacają udziałowcom, nie podlegają podatkowi od firm. Opcja, którą Graham pominął, aby „uniknąć zamieszania", polega na tym, że fundusz może poprosić SEC o specjalne pozwolenie na rozprowadzenie papierów z własnego portfela, bezpośrednio między udziałowców funduszu. Tak właśnie postąpiła Graham-Newman Corp. w 1948 roku, gdy rozprowadziła między swoimi inwestorami udziały w GEICO.

otrzymywane są wszystkie zyski z obrotu papierami (są to tak zwane „fundusze podwójnych celów").*

Wiele z funduszy deklarujących, że ich nadrzędnym celem są zyski kapitałowe, koncentruje się na zakupach tak zwanych „akcji wzrostowych", które często noszą nazwę „fundusze wzrostu". Niektóre z nich, specjalizują się w specyficznych dziedzinach, na przykład w branży chemicznej, lotniczej albo inwestycjach zagranicznych. Zwykle ma to odzwierciedlenie w nazwie.

Inwestor, który chce w inteligentny sposób wybrać udziały w funduszu, staje przed szerokim i nieco irytującym wyborem – całkiem podobnym do tego, jaki oferują inwestycje bezpośrednie. W tym rozdziale zajmiemy się kilkoma najważniejszymi kwestiami:

1. Czy istnieje sposób, aby inwestor mógł zapewnić sobie wyniki lepsze od przeciętnych, wybierając odpowiednie fundusze? (Pytanie dodatkowe: Czy istnieją „fundusze efektywne"?).**
2. Jeśli nie, to w jaki sposób uniknąć funduszy, które dadzą wyniki gorsze od przeciętnych?
3. Czy można dokonać mądrego wyboru, między różnymi typami funduszy – czyli wybrać zrównoważony zamiast akcji, otwarty zamiast zamkniętego, obciążony prowizją zamiast nie obciążonego?

Ogół wyników funduszy inwestycyjnych

Zanim spróbujemy odpowiedzieć na te pytania, powinniśmy wspomnieć o generalnych wynikach całej branży funduszy. Czy dobrze pracują dla swoich udziałowców? Na czym zyskują inwestorzy w porównaniu z tymi, którzy lokują swoje środki samodzielnie? Naszym zdaniem, ogólnie rzecz biorąc, fundusze są pożyteczne. Promują nawyk oszczędzania i inwestowania, chronią ludzi przed kosztownymi błędami popełnianymi na giełdzie, przynoszą udziałowcom dochody i zyski kapitałowe porównywalne z ogólnymi dochodami z akcji. Zaryzykujemy nawet przypuszczenie, że ci, którzy

* Fundusze podwójnych celów były popularne w latach 80., ale praktycznie zniknęły z rynku. To wstyd, bo oferowały inwestorom bardziej elastyczny sposób korzystania z umiejętności tak znakomitych specjalistów od doboru akcji, jak John Neff. Być może, bessa z ostatnich lat, doprowadzi do odrodzenia tego atrakcyjnego instrumentu inwestycyjnego.

** Szaleństwo na „fundusze efektywne" nastało pod koniec lat 60. Były one mniej więcej tym samym, co fundusze agresywnego wzrostu z końca lat 90. i równie źle służyły swoim inwestorom.

w ostatnich 10 latach, lokowali swoje pieniądze wyłącznie w jednostki funduszy, mieli się lepiej od kupujących akcje zwyczajne bezpośrednio.

Prawdziwości tego twierdzenia nie podważa nawet fakt, że pozornie, wyniki funduszy nie były lepsze od wyników ogółu akcji, ani to, że koszty inwestowania w fundusze były wyższe niż kupowanie samodzielne. Przeciętny człowiek nie dokonywał wyboru między projektowaniem i kupowaniem zrównoważonego portfela nabywając akcje, a robieniem tego samego, tylko nieco drożej, za pośrednictwem funduszy. On decydował, czy ulec sprytnym namowom stukającego do drzwi sprzedawcy funduszy, czy też jeszcze sprytniejszemu i bardziej niebezpiecznemu sprzedawcy akcji drugo- albo trzeciorzędnych. Nie możemy też oprzeć się przypuszczeniu, że przeciętna osoba, otwierająca rachunek w biurze maklerskim z myślą o konserwatywnych inwestycjach w akcje, znajdowała się pod szkodliwymi namowami, aby skierować się ku spekulacjom. Nabywca jednostek funduszy wzajemnych nie był wystawiony na takie pokusy.

Jak jednak mają się wyniki funduszy inwestycyjnych, w porównaniu z ogólnymi wynikami giełdowymi? To temat skomplikowany, ale postaramy się zaprezentować go w sposób prosty i przejrzysty. Tabela 9.1. przedstawia wyniki 10 największych funduszy akcji w latach 1961–1970, jednak z każdej firmy nadzorującej fundusze wybrano tylko jeden, największy fundusz. Tabela streszcza ogólne zyski tych funduszy w latach 1961–1965 i 1966–1970 oraz osobno dla roku 1969 i roku 1970. Podajemy również wyniki przeciętne, obliczone przez sumowanie udziałów – po jednym z każdego funduszu. Łączne aktywa tych towarzystw, wyniosły na koniec roku 1969 ponad 15 mld dolarów, czyli około jednej trzeciej ogólnej wartości wszystkich funduszy akcyjnych. Dlatego dane te powinny być reprezentatywne dla całości branży (teoretycznie lista ta mogłaby być nieprawdziwa i dawać wyniki lepsze od przeciętnych, bo większe firmy powinny mieć większe szanse na szybki rozwój. Ale w praktyce może być inaczej).

Z tabeli można wyczytać kilka interesujących faktów. Po pierwsze, dowiadujemy się, że ogólne wyniki 10 funduszy w latach 1961–1970, nie różniły się znacznie od wyników spółek z indeksu Standard & Poor's 500 (ani od indeksu Standard & Poor's 425 spółek przemysłowych).* Po drugie, w ostatnich pięciu latach, łączne wyniki funduszy w porównaniu do S&P, poprawiły się trochę w stosunku do wcześniejszego pięciolecia. W latach

* Przez okres dziesięciu lat, wyniki indeksów Dow i S&P 500 mogą się znacznie różnić. Jednak na przestrzeni typowego okresu trwania inwestycji – czyli od 25 do 50 lat – różnice są znacznie mniejsze.

Tabela 9.1. Wyniki dziesięciu dużych funduszy[a]

	Pięć lat, 1961–1965 (wszystkie na +)	Pięć lat, 1966–1970	Dziesięć lat, 1961–1970 (wszystkie na +)	1969	1970	Aktywa netto, grudzień 1970
	(w %)					(mln dol.)
Affiliated Fund	71	+19,7	105,3	–14,3	+2,2	1 600
Dreyfus	97	+18,7	135,4	–11,9	–6,4	2 232
Fidelity Fund	79	+31,8	137,1	–7,4	+2,2	819
Fundamental Inv.	79	+ 1,0	81,3	–12,7	–5,8	1 054
Invest. Co. of Am.	82	+37,9	152,2	–10,6	+2,3	1 168
Investors Stock Fund	54	+ 5,6	63,5	–80,0	–7,2	2 227
Mass. Inv. Trust	18	+16,2	44,2	– 4,0	+0,6	1 956
National Investors	61	+31,7	112,2	+ 4,0	–9,1	747
Putnam Growth	62	+22,3	104,0	–13,3	–3,8	684
United Accum.	74	– 2,0	72,7	–10,3	–2,9	1 141
Średnio	72	18,3	105,8	– 8,9	–2,2	13 628 (razem)
Standard & Poor's composite index	77	+16,1	104,7	– 8,3	+3,5	
DJIA	78	+ 2,9	83,0	–11,6	+8,7	

[a] Fundusze akcji z największymi aktywami netto pod koniec 1970 roku. Są to jednak tylko pojedyncze fundusze, wybrane z całych grup podlegających jednemu zarządowi. Danych dostarczył Wiesenberger Financial Services.

1961–1965, zyski funduszy rosły nieco wolniej niż indeks S&P, a w latach 1966–1970 – nieco szybciej. Po trzecie, widać duże różnice między wynikami poszczególnych funduszy.

Nie wydaje się nam, aby branżę funduszy wzajemnych można było krytykować za to, że nie osiąga wyników lepszych od ogółu giełdowego. Ich menedżerowie oraz profesjonalni konkurenci, administrują tak wielką częścią ogółu akcji pozostających w obrocie, że zmiany sytuacji rynkowej siłą rzeczy muszą wpływać na łączne wyniki funduszy (zwróćmy uwagę, że pod koniec 1969 roku, w aktywach powierniczych ubezpieczonych banków komercyjnych, znalazło się 181 mld akcji zwykłych. Jeśli dodać do tego akcje trzymane na kontach doradców inwestycyjnych oraz 56 mld dolarów w funduszach wzajemnych i podobnych, to musimy dojść do wniosku, że decyzje zarządzających nimi profesjonalistów, w znacznym stopniu determinują ruchy średnich giełdowych, a ruchy średnich giełdowych w znacznym stopniu determinują wyniki agresywnych funduszy).

Czy istnieją fundusze lepsze od przeciętnych i czy inwestor może je wybrać, aby osiągnąć lepsze wyniki? Oczywiście nie wszyscy inwestorzy mogą to osiągnąć, bo wtedy bardzo szybko znaleźlibyśmy się w punkcie wyjścia, to znaczy nikt nie osiągałby lepszych wyników od innych. Najpierw

rozważmy to pytanie w sposób uproszczony. Dlaczego inwestor nie miałby określić, który fundusz osiąga najlepsze wyniki na przestrzeni lat, przyjąć na tej podstawie, że zarząd funduszu jest najzdolniejszy i w przyszłości będzie osiągał wyniki lepsze od przeciętnych, i ulokować pieniędzy w tym funduszu? Koncepcja ta wydaje się bardzo praktyczna, bo w przypadku funduszy wzajemnych może otrzymać usługi „najzdolniejszego zarządu", nie płacąc za to więcej niż w innych funduszach (dla kontrastu, wśród przedsiębiorstw, które nie zajmują się inwestycjami finansowymi, najlepiej zarządzane firmy sprzedają udziały po wysokich cenach, korespondujących z bieżącymi aktywami i zyskami).

W minionych latach, przykłady nie zawsze jednoznacznie potwierdzały tę koncepcję. Jednak w naszej Tabeli 9.1., uwzględniono 10 największych funduszy, z których pięć najlepszych, w latach 1961–1965, uzyskało łącznie najlepsze wyniki również w latach 1966–1970 (chociaż dwa z nich wypadły gorzej niż dwa z pozostałej piątki). Nasze analizy pokazują, że osoba inwestująca w jednostki funduszu wzajemnego, może dokonywać właściwej oceny porównawczej wyników z przynajmniej ostatnich pięciu lat, pod warunkiem, że dane nie odzwierciedlają dużego wzrostu wyników całego rynku. A to dlatego, że w tym drugim przypadku można teoretycznie osiągnąć spektakularne wyniki za pomocą nietypowych metod – co zostanie zademonstrowane poniżej. Takie wyniki mogą bowiem sugerować, że menedżerowie funduszy podejmują niepotrzebne ryzyko spekulacyjne i w pewnym momencie z tego samego powodu poniosą straty.

„Fundusze efektywne"

Do najnowszych zjawisk ostatnich lat, należy pojawienie się wśród zarządów funduszy inwestycyjnych (a nawet wielu funduszy wzajemnych), pewnego kultu „efektywności". Na wstępie musimy zaznaczyć, że nie dotyczy to większości uznanych funduszy, lecz stosunkowo niewielkiej części, która skupia na sobie nieproporcjonalnie dużo uwagi. Historia jest dość prosta. Zarządy niektórych funduszy, postawiły sobie za cel osiągnięcie wyników ponadprzeciętnych (czyli wyższych niż DJIA). Przez pewien czas udawało im się realizować te zamierzenia, czym zdobyli sobie uznanie i nowe finanse pod zarząd. Cel sam w sobie był szczytny. Niestety, okazuje się, że gdy mamy do czynienia z inwestowaniem naprawdę dużych pieniędzy, tego celu nie da się osiągnąć bez równie dużego ryzyka. I w stosunkowo krótkim czasie to ryzyko dało o sobie znać.

Nad niektórymi z okoliczności towarzyszących zjawisku „dążenia do wyników", złowieszczo kręcili głowami ci z nas, którzy zdobywali doświadczenie już latach 20. i reprezentowali poglądy uchodzące za staroświeckie, nie licujące z „nową erą" (już drugą). Po pierwsze, i najważniejsze, do tych, którzy dążyli do znakomitych wyników należeli niemal wyłącznie młodzi – trzydziesto- i czterdziestoparoletni ludzie, których doświadczenia finansowe ograniczały się do trwałej hossy z lat 1948–1968. Po drugie, często postępowali tak, jakby do definicji „stabilnej inwestycji", pasowały akcje, które w najbliższych kilku miesiącach mają prawdopodobnie znacznie zdrożeć. To doprowadziło do skoncentrowania się na nowszych spółkach, sprzedawanych po cenach nieproporcjonalnych do zysków i aktywów. Takie zakupy, można „usprawiedliwiać" tylko kombinacją naiwnej nadziei na przyszłość tych przedsiębiorstw, ze sprytnym wykorzystywaniem zapału do spekulacji u niedoinformowanych i chciwych inwestorów.

Nie będziemy tu przytaczać nazwisk. Ale nie widzimy powodów, aby przemilczeć nazwy konkretnych przedsiębiorstw. Do najbardziej znanych „funduszy zysków", należał niewątpliwie Manhattan Fund Inc., założony pod koniec 1965 roku. W pierwszej ofercie wystawił 27 mln jednostek po cenach od 9,25 do 10 dolarów. Firma ta startowała z 247 mln kapitału. Oczywiście kładła nacisk na przyrost kapitałowy. Większość pieniędzy inwestowała w akcje spółek sprzedawanych po cenie wielokrotnie przewyższającej zyski, nie płacących dywidend (lub płacących bardzo niskie), a także mających za sobą duże, spekulacyjne wahania cen. W 1967 roku, fundusz ten wykazał się zyskiem wynoszącym 38,6%, dla porównania wzrost indeksu S&P wyniósł 11%. Jednak później, jak pokazuje Tabela 9.2., jego wyniki pozostawiały wiele do życzenia.

O portfelu Manhattan Fund z 1969 roku, można powiedzieć, że wyglądał co najmniej nietypowo. Za zadziwiający można uznać fakt, że dwie największe inwestycje ulokował w spółkach, które pół roku później złożyły wniosek o upadłość, a trzecią w firmie, która w 1971 roku została poddana windykacji wierzycieli. Kolejny zadziwiający fakt, to że udziały przynajmniej jednej z tych pechowych spółek kupowały nie tylko fundusze inwestycyjne, ale także fundacje uniwersyteckie, oddziały powiernicze dużych instytucji bankowych itp.* Trzeci zadziwiający fakt, to że założyciel

* Do „pechowych spółek", wspominanych przez Grahama, należała National Student Marketing Corp. Jej przekręt posłużył za kanwę znakomitej opowieści Andrew Tobiasa, *Funny Money Game* (Playboy Press, Nowy Jork 1971). Do prawdopodobnie elitarnych inwestorów, którzy dali się nabrać charyzmatycznemu założycielowi NSM, Cortowi Randellowi, należały fundacje uniwersyteckie Cornell i Harvard, a także odziały powiernicze takich prestiżowych banków, jak Morgan Guaranty i Bankers Trust.

Tabela 9.2. Fundusze portfeli wyników i wyniki (Manhattan Fund, 31 grudnia 1969)

Liczba posiadanych akcji (w tysiącach)	Spółka	Cena	Zysk 1969	Dywidenda 1969	Wartość rynkowa (mln)
			(dol.)		
60,0	Teleprompter	99	0,99	brak	6,0
190,0	Deltona	60½	2,32	brak	11,5
280,0	Fedders	34	1,28	0,35	9,5
105,0	Horizon Corp.	53½	2,68	brak	5,6
150,0	Rouse Co.	34	0,07	brak	5,1
130,0	Mattel Inc.	64¼	1,11	0,20	8,4
120,0	Polaroid	125	1,90	0,32	15,0
244,0[a]	Nat'l Student Mkt'g	28½	0,32	brak	6,1
56,0	Telex Corp.	90½	0,68	brak	5,0
100,0	Bausch & Lomb	77¾	1,92	0,80	7,8
190,0	Four Seasons Nursing	66	0,80	brak	12,3[b]
20,0	Int. Bus. Machines	365	8,21	3,60	7,3
41,5	Nat'l Cash Register	160	1,95	1,20	6,7
100,0	Saxon Ind.	109	3,81	brak	10,9
105,0	Career Academy	50	0,43	brak	5,3
285,0	King Resources	28	0,69	brak	8,1
					130,6
	Inne akcje zwykłe				93,8
	Inne portfele				19,6
	Suma inwestycji[c]				244,0

[a] Po podziale dwie do jednej.
[b] Plus 1,1 mln dolarów akcji spółek stowarzyszonych.
[c] Wyłączając ekwiwalenty gotówkowe.

Roczne wyniki w porównaniu z Indeksem S&P (w %)

	1966	1967	1968	1969	1970	1971
Manhattan Fund	–6,0	+38,6	–7,3	–13,3	–36,9	+9,6
S&P	–10,1	+23,0	+10,4	–8,3	+3,5	+13,5

i menedżer Manhattan Fund, swoje akcje w innej firmie zarządzającej sprzedał dużemu koncernowi za ponad 20 mln dolarów. A w tym czasie owa firma zarządzająca, miała zaledwie milion w aktywach. To niewątpliwie jedna z największych w dziejach rozbieżności, między wynikami tego, który zarządza, a tych, którzy oddali pieniądze w zarząd.

Pod koniec 1969 roku[2], ukazała się książka przedstawiająca charakterystykę 19 ludzi „z samego szczytu trudnej gry w zarządzanie miliardami dolarów, należących do innych ludzi". W podsumowaniu możemy przeczytać, że „są młodzi [...], niektórzy z nich zarabiają ponad milion dolarów rocznie [...], to nowy narybek finansjery [...], wszyscy fascynują się giełdą [...] i mają

widowiskowy dryg do dorównywania zwycięzcom". Niezłym pomysłem, na potwierdzenie osiągnięć tej grupy „z samego szczytu", byłoby przedstawienie wyników funduszy, którymi zarządzają. Dostępne są takie wyniki 12 spośród 19 osób opisanych w *Money Managers*. Zazwyczaj, dobrze wiodło się im w 1966 roku, a w 1967 – znakomicie. W 1968 roku ich wyniki były jeszcze ogólnie dobre, ale w poszczególnych funduszach bywało już różnie. W 1969 roku, wszyscy wykazywali straty i tylko jeden osiągnął wyniki nieco lepsze niż indeks S&P. W 1970 roku, ich osiągnięcia okazały się jeszcze gorsze niż w 1969 roku.

Przedstawiamy ten przykład, potwierdzający stare francuskie przysłowie: *Plus ça change, plus c'est la même chose*. Od niepamiętnych czasów, rzutcy, pełni energii ludzie – zwykle młodzi – obiecują, że „za pieniądze innych" zdziałają cuda. Przeważnie, przez jakiś czas, udaje im się to – a przynajmniej takie sprawiają wrażenie – ale w końcu nieuchronnie doprowadzają do strat.* Jakieś pół wieku temu, „cudom" towarzyszyły jawne manipulacje dezorientujące sprawozdania, niebezpieczne struktury kapitałowe i inne, po części defraudacyjne, praktyki finansowe. Wszystko to doprowadziło do utworzenia skomplikowanego systemu nadzoru SEC oraz do ostrożnego podejścia ogółu inwestorów do akcji. Operacje „nowych menedżerów" z lat 1965–1969, pojawiły się po upływie trochę więcej niż jednego pokolenia od oszustów z lat 1926–1929.** Nie odrodziły się szkodliwe praktyki zakazane po krachu z 1929 roku, bo za ich stosowanie grozi kara więzienia. Ale w zaułkach Wall Street, wynaleziono nowe gadżety i sztuczki, które w ostatecznym rezultacie prowadzą do bardzo podobnych wyników. Zniknęły jawne manipulacje cenami, ale pojawiło się wiele innych metod ściągania uwagi naiwnej części społeczeństwa, na możliwość zyskania na „gorących" akcjach. Pakiet „letter stock"[3] można kupić znacznie poniżej notowanej ceny giełdowej, jeśli nie zostaną ujawnione pewne restrykcje sprzedaży. Natychmiast mogą zostać zaksięgowane według pełnej wartości giełdowej

* Za jeden z ostatnich przykładów, że „im bardziej coś się zmienia, tym bardziej pozostaje niezmienione", można uznać Ryana Jacoba, dwudziestoletniego cudownego chłopca, który najpierw z funduszu dot-com uzyskał 216% rocznej rentowności, a potem w 1999 roku, założył Jacob Internet Fund. W pierwszych tygodniach 2000 roku, inwestorzy powierzyli mu prawie 300 mln dolarów. W 2000 roku, fundusz stracił 79,1%, w 2001 – 56,4%, a w 2002 – 13%. W sumie, strata wyniosła 92%. W jej wyniku, inwestorzy zmądrzeli i bardziej postarzeli niż sam pan Jacob.

** Co ciekawe, boom i katastroficzne załamania z lat 1999–2002, nastąpiły również około 35 lat po zakończeniu poprzedniego cyklu szaleństwa. Być może, właśnie około 35 lat musi minąć, aby inwestorzy, którzy pamiętają ostatnią „nową gospodarkę", stali się mniej wpływowi niż ci, którzy jej nie pamiętają. Jeśli to przeczucie nas nie myli, to inteligentny inwestor musi w 2030 roku, zachować szczególną ostrożność.

i w ten sposób wykazać znakomity, choć iluzoryczny zysk. I tak dalej, i tak dalej. Zadziwiające, że mimo kompletnie różnych zakazów i przepisów, Wall Street powtarza tak wiele błędów i wypaczeń z lat 20.

Niewątpliwie, w przyszłości pojawią się nowe zakazy i przepisy. Nadużycia specyficzne dla lat 60. zostaną zakazane na Wall Street. Jednak nie można się spodziewać, że pragnienie spekulacji zniknie na zawsze, ani że można wprowadzić zakaz wykorzystywania tego pragnienia. Do oręża inteligentnego inwestora, należy wiedza na temat tych „nadzwyczaj popularnych złudzeń"[4], które powinien obchodzić jak najszerszym łukiem.

Obraz „funduszy efektywnych" wygląda nędznie, jeśli zaczynamy go analizować po spektakularnych rekordach z 1967 roku. Generalnie, na podstawie danych z 1967 roku, wcale nie wypadają one katastrofalnie. Wtedy, jeden z menedżerów opisanych w *Money Managers*, wypadł nieco lepiej niż indeks S&P, trzej znacznie gorzej, a sześciu mniej więcej tak samo. Weźmy jednak inną grupę funduszy wyników. Dziesiątkę takich, które w 1967 roku, wykazały się najlepszymi wynikami i osiągnęły tylko w tym jednym roku wzrost od 84% do 301%. Cztery miały lepszy wynik za ostatnie cztery lata (łącznie z 1967 rokiem), niż indeks S&P. Dwa prześcignęły indeks w latach 1968–1970. Żaden z tych funduszy nie był wielki, a ich średnia wartość wynosiła około 60 mln. Z tego wynika ważna wskazówka, że mniejsza wielkość jest czynnikiem koniecznym, aby stale osiągać dobre wyniki.

Idąc dalej, można postawić wniosek, że dążenie menedżerów funduszy inwestycyjnych do lepszych wyników, wiąże się ze szczególnym ryzykiem. Wszystkie dotychczasowe doświadczenia pokazują, że duże, rzetelnie zarządzane fundusze, na przestrzeni lat wypracowują zyski w najlepszym razie tylko nieco wyższe od przeciętnej. Jeśli nie są zarządzane rzetelnie, mogą uzyskać wyniki spektakularne, ale iluzoryczne i chwilowe. A po nich nieuchronnie następują dotkliwe szkody. Istnieją przykłady na to, że jakieś fundusze, przez powiedzmy 10, a nawet więcej lat, uzyskiwały wyniki powyżej średniej. Są to jednak nieliczne wyjątki, które większość swoich operacji prowadzą w wyspecjalizowanych dziedzinach i same narzucają sobie ograniczenia co do wielkości kapitału – nie prowadzą też aktywnej sprzedaży swoich jednostek.*

* Obecnie, do „nielicznych wyjątków" Grahama należą otwarte fundusze, które są zamykane dla nowych inwestorów, co oznacza, że menedżerowie nie uzyskują dodatkowej gotówki.

Fundusze otwarte kontra zamknięte

Prawie wszystkie fundusze wzajemne, czyli fundusze otwarte, które oferują posiadaczom prawo do spieniężenia jednostek po cenie z danego dnia, mają także mechanizmy sprzedaży nowych jednostek. To oznacza, że wraz z upływem lat, rośnie ich wielkość. Prawie wszystkie fundusze zamknięte powstały dawno temu i mają stałą strukturę kapitałową, a zatem mają mniejsze powiązanie z wartością dolara. Jednostki funduszy otwartych są rozprowadzane przez tysiące tryskających energią i przekonujących sprzedawców, a fundusze zamknięte nie są szczególnie zainteresowane dystrybucją swoich udziałów. Dlatego większość „funduszy wzajemnych", można sprzedać w obiegu publicznym za około 9% powyżej wartości aktywów netto (na pokrycie prowizji sprzedawcy itd.), natomiast udziały w funduszach zamkniętych, można kupić poniżej wartości aktywów netto. W poszczególnych firmach upust ten różni się nieco, różnice występują także zależnie od dnia. W Tabeli 9.3. przedstawiono dane z lat 1961–1970.

Nie trzeba zbytniej przebiegłości, aby się domyślić, że relatywnie niższa cena funduszy zamkniętych, w porównaniu z funduszami otwartymi, ma niewiele wspólnego z różnicami między wynikami inwestycyjnymi tych dwóch typów. Świadczy o tym porównanie danych tych dwóch grup z lat 1961–1970, zamieszczone w Tabeli 9.3.

Tabela 9.3. Dane na temat funduszy zamkniętych, funduszy wzajemnych i indeksu S&P (w %)

Rok	Średni rabat funduszy zamkniętych	Średnie wyniki funduszy zamkniętych[a]	Średnie wyniki funduszy akcji[b]	Wyniki Indeksu S&P[c]
1970	–6		–5,3	+ 3,5
1969		–7,9	–12,5	–8,3
1968	(+7)[d]	+13,3	+15,4	+10,4
1967	–5	+28,2	+37,2	+23,0
1966	–12	–5,9	–4,1	–10,1
1965	–14	+14,0	+24,8	+12,2
1964	–10	+16,9	+13,6	+14,8
1963	–8	+20,8	+19,3	+24,0
1962	–4	–11,6	–14,6	–8,7
1961	–3	+23,6	+25,7	+27,0
Średnia z dziesięciu danych rocznych		+9,14	+9,95	+9,79

[a] Średnia Wiesenberger dla 10 spółek.
[b] Średnia pięciu spółek z Wiesenberger dla funduszy akcji zwykłych w każdym roku.
[c] We wszystkich przypadkach akcje po podziałach zostały policzone razem.
[d] Nadwyżka.

Tabela 9.4. Średnie wyniki zdywersyfikowanych funduszy zamkniętych (w %). 1961–1970[a]

	Pięć lat			Nadwyżka lub rabat grudzień 1970
	1970	1966–1970	1961–1970	
Fundusze sprzedawane z nadwyżką	–5,2	+25,4	+115,0	11,4 nadwyżka
Fundusze sprzedawane z rabatem	+1,3	+22,6	+102,9	9,2 rabat

[a] Dane z Wiesenberger Financial Services.

W ten sposób, dochodzimy do jednej z niewielu wyraźnych reguł, dla podejmujących decyzje inwestorów. Jeśli chcesz wpłacić pieniądze do funduszu inwestycyjnego, kup pewną liczbę udziałów funduszy zamkniętych, z rabatem na przykład 10%, 15% od wartości aktywów, zamiast płacić 9% powyżej wartości aktywów w otwartym funduszu. Przy założeniu, że dywidendy i zmiany wartości aktywów w obu grupach nadal będą mniej więcej takie same, z jednostek funduszu zamkniętego, uzyskasz ze swoich pieniędzy około jedną piątą więcej.

Sprzedawca jednostek funduszu wzajemnego, natychmiast przedstawiłby kontrargument: – No tak, ale mając jednostki funduszu zamkniętego, nigdy nie wiesz, po jakiej cenie możesz je sprzedać. Rabat może być większy niż dzisiaj, a ty na tym ucierpisz. Nasze jednostki zapewniają ci prawo do odsprzedaży za 100% wartości aktywów netto. I nigdy mniej. Przyjrzyjmy się z bliska tej argumentacji. To będzie znakomite ćwiczenie logiki i zdrowego rozsądku. Pytanie: – Skoro zakładamy, że rabat na jednostki funduszy zamkniętych, zmieni się, to skąd wiadomo, że wyjdziesz na nich gorzej, niż gdybyś dokonał zakupu jednostek funduszu otwartego?

Przyda się odrobina arytmetyki. Załóżmy, że Inwestor A, kupuje jednostki funduszu otwartego po 109% wartości aktywów, a Inwestor B, kupuje jednostki funduszu zamkniętego po 85% plus $1^1/_2$% prowizji. Oba pakiety jednostek przez cztery lata uzyskują i wypłacają 30% wartości aktywów, a na koniec tego okresu wynosi ona tyle samo, co na początku. Inwestor A odsprzedaje swoje udziały po 100% wartości, tracąc przy tym 9% zapłaconej nadwyżki. Jego ogólny zysk w tym okresie wynosi 30% minus 9%, czyli 21% wartości aktywów. Co z kolej daje 19% z zainwestowanej sumy. Ile Inwestor B musiałby uzyskać z jednostek funduszu zamkniętego, aby osiągnąć taką samą rentowność swojej inwestycji, jak Inwestor A? Odpowiedź brzmi: 73%, czyli 27% rabatu od wartości aktywów. Innymi słowy, posiadacz jednostek funduszu zamkniętego, mógłby ścierpieć zmianę wysokości rabatu od wartości 12 punktów (czyli prawie dwukrotną), zanim jego zyski spadłyby do poziomu tego, kto zainwestował w fundusz otwarty. Zmiana w odwrotną stronę, w dziejach zamkniętych funduszy, zdarzała się

Tabela 9.5. Porównanie dwóch wiodących firm prowadzących fundusze zamknięte[a]

	Pięć lat			Nadwyżka lub rabat grudzień 1970
	1970	1966–1970	1961–1970	
General Am. Investors Co.	–0,3	+34,0	+165,6	7,6 rabat
Lehman Corp.	–7,2	+20,6	+108,0	13,9 nadwyżka

[a] Dane z Wiesenberger Financial Services.

rzadko. Dlatego, istnieje bardzo małe prawdopodobieństwo, że osiągniesz mniejszą rentowność z funduszu zamkniętego, którego jednostkę kupiłeś z rabatem, jeśli wyniki będą mniej więcej takie same, jak w reprezentatywnym funduszu wzajemnym. Jeśli fundusz obciążony zwyczajową prowizją $8^1/_2$%, zamienia się na fundusz z małą prowizją (albo bez niej), to oczywiście inwestycja w fundusz zamknięty jest mniejsza, ale nadal pozostaje bardziej korzystna.

Fakt, że nowe fundusze zamknięte, sprzedają jednostki z marżą wyższą niż 9% narzutu większości funduszy wzajemnych, to dla inwestora zupełnie inny problem. Czy tego typu fundusze zapewniają lepsze zarządzanie, które jest warte zapłacenia podwyższonej ceny? Jeśli szukać odpowiedzi w porównaniu danych z ostatnich pięciu lub 10 lat, to odpowiedź brzmi „nie". Trzy, z sześciu funduszy sprzedających jednostki z marżą, inwestowały przede wszystkim w papiery zagraniczne. Ich cechą charakterystyczną jest duża zmienność cen w ostatnich kilku latach. Pod koniec 1970 roku, jeden sprzedawał po zaledwie jednej czwartej ceny, drugi po jednej trzeciej, a trzeci za niecałą połowę. Jeśli weźmiemy pod uwagę trzy krajowe przedsiębiorstwa, sprzedające udziały powyżej wartości księgowej, to zauważymy, że ich średnia rentowność z 10 lat była nieco wyższa niż tych 10 funduszy oferujących rabaty. Ale w ostatnich pięciu latach było odwrotnie. Porównanie danych Lehman Corp. i General American Investors, dwóch najstarszych i największych funduszy zamkniętych w latach 1961–1970, znajduje się w Tabeli 9.5. W 1970 roku, jeden z nich sprzedawał po cenie 14% powyżej wartości księgowej netto, a drugi 7,6% poniżej tej wartości. Wydaje się, że liczby te nie gwarantują różnicy w relacjach między ceną a wartością księgową.

Inwestycje w fundusze zrównoważone

Sprawozdanie Wiesenbergera wymienia 23 fundusze zrównoważone, które mają od 25% do 59% swoich aktywów w preferowanych akcjach i obligacjach. Równowagę utrzymują akcje zwykłe. Wydawałoby się, że dla typo-

wego inwestora, korzystniej byłoby dokonać inwestycji bezpośredniej niż w formie wzajemnych funduszy. W 1970 roku, średnia rentowność funduszy zrównoważonych, wynosiła tylko 3,9% wartości księgowej, czyli jakieś 3,6% ceny oferowanej. Do części portfela przeznaczonej na obligacje, lepiej byłoby kupić obligacje oszczędnościowe USA, obligacje spółek z wyceną A lub wyższą lub obligacje nie podlegające podatkowi.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 9

– Gdybyś miał 12 owiec – zapytał nauczyciel Billy'ego Boba – i jedna przeskoczyłaby przez płot, to ile owiec by zostało?

– Żadna – odpowiedział Billy Bob.

– Widzę – rzekł nauczyciel – że nie znasz się na odejmowaniu.

– Może i nie – odparł Billy Bob – ale na swoich owcach znam się bardzo dobrze.

Stary teksański dowcip

Prawie doskonałe

Fundusz wzajemny to twór czysto amerykański i został wprowadzony w 1924 roku, przez Edwarda G. Lefflera, byłego sprzedawcę aluminiowych garnków i patelni. Fundusze wzajemne są dość tanie, bardzo wygodne, na ogół zdywersyfikowane, profesjonalnie zarządzane i podlegają najostrzejszym przepisom federalnej ustawy o papierach wartościowych. Ponieważ są łatwe do inwestowania i stać na nie prawie każdego, dzięki nim około 54 mln amerykańskich rodzin (i kolejne miliony na całym świecie), mogły zająć się inwestowaniem, co stanowi chyba największy postęp w demokratyzacji finansów, jaki kiedykolwiek udało się osiągnąć.

Ale fundusze wzajemne nie są doskonałe. Są *prawie* doskonałe, a to duża różnica. Na skutek swoich niedoskonałości, większość funduszy osiąga słabsze wyniki niż średnia rynkowa, nadmiernie obciążają swoich inwestorów, wywołują ból głowy z powodu opodatkowania, a ich wyniki podlegają kaprysom. Inteligentny inwestor musi więc dobierać fundusze z wielką ostrożnością, aby nie skończyło się na tym, że ma jedno wielkie nic.

Na górze wykresu

Większość inwestorów kupuje po prostu jednostki funduszy, które do tej pory szybko nabierały wartości, zakładając, że tak będzie nadal. Czemuż by nie? Psychologowie wykazali, że istoty ludzkie mają wrodzoną tendencję do wiary w to, że na podstawie nawet krótkiej serii wyników, można przewidywać następne, także w dalekiej perspektywie. Ponadto, z własnego do-

Ilustracja 9.1. The Crash-and-Burn Club

Fundusz	Suma zysków				Wartość w 31.12.2002 10 000 dol. zainwestowanych 01.01.1999
	1999	2000	2001	2002	
Van Wagoner Emerging Growth	291,2	–20,9	–59,7	–64,6	4419
Monument Internet	273,1	–56,9	–52,2	–51,2	3756
Amerindo Technology	248,9	–64,8	–50,8	–31,0	4175
PBHG Technology & Communications	243,9	–43,7	–52,4	–54,5	4198
Van Wagoner Post-Venture	237,2	–30,3	–62,1	–67,3	2907
ProFunds Ultra OTC	233,2	–73,7	–69,1	–69,4	829
Van Wagoner Technology	223,8	–28,1	–61,9	–65,8	3029
Thurlow Growth	213,2	–56,0	–26,1	–31,0	7015
Firsthand Technology Innovators	212,3	–37,9	–29,1	–54,8	6217
Janus Global Technology	211,6	–33,7	–40,0	–40,9	7327
Indeks Wilshire 5000 (wszystkie akcje giełdowe)	23,8	–10,9	–11,0	–20,8	7780

Źródło: Lipper.
Uwaga: Monument Internet został przemianowany na Orbitex Emerging Technology.
Te dziesięć funduszy osiągnęło najlepsze wyniki w 1999 roku i należały do najlepszych wyników wszechczasów. Jednak trzy kolejne lata wyeliminowały całe gigantyczne zyski z poprzednich lat.

świadczenia wiemy, że jedni hydraulicy są lepsi od innych, że istnieje znacznie większe prawdopodobieństwo, że jedni baseballiści zdobędą więcej punktów od innych, że nasza ulubiona restauracja serwuje dania smaczniejsze niż gdzie indziej, i że zdolne dzieciaki otrzymują dobre oceny. Że umiejętności, intelekt i ciężka praca są doceniane i wynagradzane. Dlatego, jeśli jakiś fundusz wybija się ponad przeciętną, to intuicja podpowiada, że nadal będzie osiągać wyniki lepsze niż średnie.

Niestety, na rynkach finansowych od umiejętności ważniejsze jest szczęście. Jeśli menedżerowi uda się znaleźć na giełdzie w odpowiednim miejscu i w odpowiednim czasie, to będzie postrzegany jako człowiek błyskotliwy. Ale często, to co piękne, okazuje się brzydkie i raptem iloraz inteligencji menedżera zdaje się spadać o 50 punktów. Tabela 9.1. prezentuje, co działo się z „najgorętszymi" funduszami 1999 roku.

Ten przykład, po raz kolejny pokazuje nam, że często najgorętszy sektor giełdy – w 1999 roku były to spółki technologiczne – w mgnieniu oka i bez ostrzeżenia staje się zimny jak płynny azot.* Niesie także informację, że

* Na rynku, dostępne są też udziały funduszy, specjalizujących się niemal w każdym sektorze gospodarczym. Tak było już w latach 20. Wyniki są przytłaczające: najbardziej lukratywny, a zatem najpopularniejszy sektor w danym roku, często osiąga jedne z najgorszych wyników w latach następnych. Fundusze wyspecjalizowane w sektorach, są dla inwestorów skaraniem boskim.

kupowanie funduszy tylko na podstawie wyników z przeszłości, to jedna z najgłupszych rzeczy, na jakie może się porwać inwestor. Naukowcy z uczelni finansowych, analizowali wyniki funduszy wzajemnych przez najmniej pół wieku i w kilku sprawach są zgodni:

- przeciętny fundusz nie wybiera akcji na tyle dobrze, aby zwróciły się koszty analizy i obrotu,
- im wyższe koszty funduszu, tym niższe zyski,
- im częściej fundusz obraca swoimi akcjami, tym mniej zarabia,
- fundusze chwiejne, które skaczą w górę i w dół bardziej niż przeciętnie, najprawdopodobniej pozostaną chwiejne,
- mało prawdopodobne, aby fundusze, które w przeszłości osiągały największe zyski, długo pozostały w gronie zwycięzców.*

Szanse na to, że na podstawie wyników z przeszłości, uda ci się wybrać najlepsze fundusze w przyszłości, są tak samo wysokie, jak to, że Bigfoot i Abominable Snowman, pokażą się w różowych baletkach na twoim najbliższym przyjęciu. Innymi słowy, szanse nie wynoszą zero... Ale są bardzo blisko zera (patrz ramka na str. 235).

Jest jednak też dobra wiadomość. Po pierwsze, już samo zrozumienie, dlaczego tak trudno znaleźć dobry fundusz, pomaga stać się inwestorem bardziej inteligentnym. Po drugie, wyniki z przeszłości są słabym wskaźnikiem przyszłych osiągnięć, ale istnieją inne dane, pozwalające poprawić swoje szanse na wybór dobrego funduszu. I w końcu, fundusz może oferować znaczną wartość nawet, gdy nie wybija się ponad przeciętną rynkową, jeśli stanowi oszczędny sposób na dywersyfikację swojej inwestycji i daje ci wolny czas, który w innym razie musiałbyś poświęcić na samodzielne dobieranie akcji.

Pierwsi będą ostatnimi

Dlaczego fundusze tracą swoją czołową pozycję?

Bo im lepsze osiągają wyniki, tym na więcej przeszkód natykają się:

Migracje menedżerów. Gdy osoba odpowiedzialna za dobór akcji sprawia, że wszystko, czego się dotknie, zamienia w złoto, każdy chce ją zatrudnić, nawet konkurencyjne towarzystwo funduszy. Jeśli kupiłeś Transamerica Premier Equity Fund, aby zarobić dzięki umiejętnościom Glena Bickerstaffa, który w 1997 roku osiągnął zysk 47,5%, to szczęście szybko przestało ci dopisywać. W połowie 1998 roku, podkupiło go TCW do prowadzenia TCW Galileo Select Equities Fund, natomiast fundusz Transamerica, przez trzy, spośród czterech kolejnych lat, radził sobie poniżej średniej rynkowej. Jeśli na początku 2000 roku, kupiłeś Fidelity Aggressive Growth Fund, aby korzystać z wysokiej rentowności, jaką udało się uzyskać Erin Sullivan, która od 1997 roku niemal potroiła pieniądze swoich udziałowców, to cóż... W 2000 roku, założyła własny fundusz asekuracyjny, a jej poprzedni, przez trzy kolejne lata, stracił w sumie trzy czwarte swojej wartości.*

Słoniowacizna aktywów. Gdy fundusz osiąga wysoką rentowność, zauważają to inwestorzy i w ciągu kilku tygodni wpompowują w niego setki milionów dolarów. Wtedy menedżer ma do wyboru kilka dróg... wszystkie złe. Może zabezpieczyć pieniądze na czarną godzinę, ale wówczas, jeśli akcje idą w górę, a lokaty gotówkowe spadają, wyniki funduszu znaczenie się pogarszają. Może za nowe pieniądze dokupić akcji spółek, które już ma, ale one, prawdopodobnie, od poprzedniego zakupu znacznie zdrożały i jeśli zainwestuje w nie kolejne miliony dolarów, zostaną wycenione niebezpiecznie wysoko. Może też kupić akcje innych spółek, które dotąd nie wydawały mu się na tyle atrakcyjne, aby w nie inwestować, ale wtedy musi zacząć analizować je od zera i śledzić działalność większej liczby przedsiębiorstw niż do tej pory.

Gdy Nimble Fund, o wartości 100 milionów, ulokuje 2% swoich aktywów (czyli 2 mln) w Minnow Corp., spółkę o całkowitej wartości rynkowej wynoszącej 500 mln, to kupi mniej niż pół procenta akcji. Ale, jeśli dzięki znakomitym wynikom, Nimble Fund rozrośnie się do 10 mld, to inwestycja w wysokości 2% aktywów wyniesie 200 mln, czyli prawie połowę wartości Minnow, a na taki poziom inwestycji nie pozwala nawet prawo federalne. Jeśli menedżer Nimble, nadal chce mieć w portfelu akcje małych spółek, to musi rozproszyć pieniądze między dużą liczbę przedsiębiorstw, a tym samym na pewno rozproszy także swoją uwagę.

Koniec truchtania. Niektóre towarzystwa inwestycyjne, specjalizują się w „inkubowaniu" swoich funduszy. To znaczy, że zanim wystawią je do publicznej sprzedaży, testują je prywatnie (zazwyczaj udziałowcami są wtedy tylko pracownicy i osoby powiązane z towarzystwem). „Inkubowane" fun-

* Badania dotyczące funduszy wzajemnych są zbyt obszerne, aby je przytaczać. Linki i ciekawe podsumowania można znaleźć na www.investorhome.com/mutual.htm#do, www.ssrn.com (wpisz w okienko wyszukiwarki „mutual fund") i www.stanford.edu/~wfsharpe/art/art.htm.

* Nie oznacza to, oczywiście, że funduszom powodziłoby się lepiej, gdyby ich „gwiazdorscy" menedżerowie trwali na swoich stanowiskach. Pewne jest tylko to, że te dwa wymienione fundusze słabo sobie radziły po utracie menedżerów.

dusze, służą za króliki doświadczalne, na których na małą skalę wypróbowuje się ryzykowne strategie, sprawdzające się na niewielkich sumach pieniędzy, na przykład kupowanie akcji naprawdę małych spółek albo szybki obrót akcjami kupowanymi w ofercie pierwotnej. Jeśli strategia okazuje się skuteczna, to fundusz publikuje swoje prywatne wyniki i próbuje zwabić szerokie rzesze inwestorów. Czasami menedżer funduszu, rezygnując z prowizji za zarządzanie (czyli marży), może podwyższyć rentowność netto... A prowizję wprowadza później, gdy już wysoka rentowność przyciągnie wielu klientów. Wyniki „inkubowanych" i sprzedawanych bez prowizji funduszy, niemal bez wyjątku spadają do miernych poziomów, gdy inwestorzy z zewnątrz wpompują w nie miliony dolarów.

Wzrost kosztów. Często, obracanie dużymi pakietami akcji, kosztuje więcej niż małymi. Gdy mniej osób kupuje i sprzedaje, trudniej je ze sobą połączyć. Dla funduszu o wartości aktywów 100 mln dolarów, koszty transakcji mogą sięgać jednego procenta rocznie. Ale jeśli dzięki wysokiej rentowności, fundusz spuchnie do 10 mld, to koszty transakcji takimi aktywami łatwo pochłoną co najmniej 2%. Typowy fundusz, trzyma swoje akcje przez zaledwie 11 miesięcy, więc koszty transakcji jak korozja zżerają zyski. A inne koszty prowadzenia funduszu też raczej nie maleją wraz z powiększeniem aktywów – często nawet wzrastają. Przy kosztach operacyjnych średnio 1,5% i kosztach transakcji na poziomie 2%, fundusz musi wyprzedzać średnią giełdową o 3,5 punktu procentowego rocznie, żeby tylko pokryć swoje koszty!

Tchórzostwo. I w końcu, gdy fundusz odnosi sukcesy, menedżerowie zwykle stają się bardziej bojaźliwi i tracą oryginalność działania. Fundusz rośnie, a więc i prowizje stają się coraz większe... Dlatego menedżerowie wolą nie kołysać łodzią. Ryzyko podejmowane dawniej po to, aby osiągnąć wysoką rentowność, teraz może odstręczać inwestorów i stanowić zagrożenie dla wysokich prowizji. Dlatego największe fundusze, przypominają stado identycznych, przekarmionych owiec, które poruszają się tym samym rytmicznym i powolnym marszem, i beczą równo jak na komendę. Niemal każdy fundusz wzrostu, ma w portfelu akcje Cisco, GE, Microsoftu, Pfizera i Wal-Martu... i to niemal w identycznych proporcjach. Naukowcy zajmujący się finansami, nazywają takie zachowanie „chodzeniem stadami".* Menedżerowie, chroniąc dochody ze swoich prowizji, pozbawiają się możliwości wypracowania wysokich zysków dla inwestorów z zewnątrz.

* Płynie z tego jeszcze inna nauka: aby odnosić sukcesy, indywidualny inwestor musi albo unikać kupowania akcji z tej samej listy, z której wybierają walory wielkie instytucje, albo przechowywać je u siebie z o wiele większą cierpliwością. Patrz: Erik R. Sirri i Peter Tufano, *Costly Serach and Mutual Fund Flows*, *Journal of Finance*, tom. 53, nr 8, październik 1998, str. 1589–1622; Keith C. Brown, W. V. Harlow i Laura Starks, *Of Tournaments and Temptations*, *Journal of Finance*, tom 51, nr 1, marzec 1996, str. 85–110. Joseph Lakonishok, Andrei Schleifer i Robert Vishny, *What Do Money Managers Do?*, skrypt University of Illinois, luty 1997; Stanley Eakins, Stanley Stansell i Paul Wertheim, *Institutional Portfolio Composition*, *Quarterly Review of Economics and Finance*, tom 38., nr 1. wiosna 1998, str. 93–110; Paul Gompers i Amdrew Metrick, *Institutional Investors and Equity Prices*, *Quarterly Journal of Economics*, tom. 116, nr 1, luty 2001, str. 229–260.

Tabela 9.2. Wyniki funduszy

Ile z amerykańskich funduszy akcji prześcignęło fundusze indeksowe z Vanguard 500 do 31 grudnia 2002 roku?

Przez rok:
1186 z 2423 (czyli 48,9%)

Przez trzy lata:
1157 z 1944 (czyli 59,5%)

Przez pięć lat:
768 z 1494 (czyli 51,4%)

Przez 10 lat:
227 z 728 (czyli 31,2%)

Przez 15 lat:
125 z 445 (czyli 28,1%)

Przez 20 lat:
37 z 248 (czyli 14,9%)

Źródło: Lipper Inc.

Z powodu wysokich kosztów i nieodpowiednich zachowań, większość funduszy nie może zarobić na swoje utrzymanie. Nic dziwnego, że wysoka rentowność psuje się równie szybko jak ryba. Co gorsza, wraz z upływem czasu, wysokie koszty sprawiają, że fundusze zostają coraz bardziej w tyle, co pokazują dane z Tabeli 9.2.*

A zatem, co ma robić inteligentny inwestor?

Przede wszystkim, przyjąć do wiadomości, że fundusz indeksowy – który zawsze jest w posiadaniu wszystkich akcji giełdowych i nie udaje, że potrafi wybierać „najlepsze" albo unikać „najgorszych" – na dłuższą metę zawsze zwycięża z większością pojedynczych funduszy (jeśli w twojej firmie, na liście inwestycji na konto 401 (k), nie ma taniego funduszu indeksowego,

* Co ciekawe, ilustracja ta zaniża przewagę indeksu funduszy, ponieważ pochodzi z bazy danych nie zawierających informacji o setkach funduszy, które znikły przez ten czas. Gdyby średnią wyliczano precyzyjniej, przewaga indeksu byłaby jeszcze większa.

zorganizuj kolegów i napiszcie petycję, żeby go dołączono). Fundusz indeksowy, uzyskuje swoją miażdżącą przewagę, dzięki kosztom operacyjnym na poziomie tylko 0,2% rocznie i kosztom transakcji zaledwie 0,1%. Jeśli na przestrzeni, powiedzmy, 20 lat, akcje generują 7% rocznego zysku, to tani fundusz indeksowy, na przykład Vanguard Total Stock Market, zapewni rentowność 6,7% (zainwestowane 10 000 dolarów rozrośnie się do ponad 36 000). Natomiast przeciętny fundusz akcji, z 1,5% kosztów operacyjnych i około 2% kosztów transakcji, będzie miał wiele szczęścia, jeśli osiągnie rentowność 3,5% rocznie (tu zainwestowane 10 000 dolarów rozrośnie się do 20 000 dolarów, czyli prawie o 50% mniej niż w przypadku funduszu indeksowego).

Ale fundusze indeksowe mają jedną poważną wadę – są nudne jak flaki z olejem. Nie da się pójść na grilla i opowiadać, że zainwestowałeś w najlepiej działający fundusz w kraju. Nie pochwalisz się, że osiągnąłeś ponadprzeciętne wyniki, bo rentowność funduszu indeksowego zrównuje się ze średnią giełdową i na tym polega jego zadanie. Mało prawdopodobne, że menedżer funduszu indeksowego „pójdzie na całość" i zaryzykuje przerzucenie się na nową branżę typu teleportacja, witryny internetowe oddziałujące na wszystkie zmysły albo kliniki telepatycznego odchudzania. Ale lata będą mijać, a fundusz indeksowy niestrudzenie będzie wykorzystywał swoje niskie koszty. Trzymaj jednostki funduszu indeksowanego przez co najmniej 20 lat, co miesiąc wpłacaj nowe pieniądze i możesz być więcej niż pewien, że osiągniesz lepsze wyniki niż większość inwestorów indywidualnych i profesjonalnych. Pod koniec życia, Graham uważał, podobnie jak Warren Buffett, że dla indywidualnych inwestorów najlepszym wyjściem są fundusze indeksowe.*

Wyjątki na tabeli

Gdy zsumować wszystkie wady funduszy, nie ma się co dziwić, że tak niewielu udaje się wybić ponad indeks. A jednak niektórym się udaje. Jakie mają cechy wspólne?

* Patrz: Benjamin Graham, *Benjamin Graham: Memoirs of the Dean of Wall Street*, pod red. Seymoura Chapmana (McGraw-Hill, Nowy Jork 1996), str. 273. W 1996 roku, Warren Buffett napisał w swoim sprawozdaniu rocznym: „Większość inwestorów, zarówno inwestycyjnych jak i indywidualnych, przekona się, że najlepiej wchodzić w posiadanie akcji za pośrednictwem funduszy indeksowych, które pobierają minimalną prowizję. Podążanie taką ścieżką daje pewność, że osiągną lepsze wyniki netto (po odjęciu kosztów i prowizji), niż zdecydowana większość profesjonalistów inwestycyjnych" (patrz: www.berkshirehathaway.com/1996ar/1996.html).

Ich menedżerowie są największymi udziałowcami. Gdy menedżerowie funduszu, należą do posiadaczy największych pakietów udziałów, wtedy słabnie konflikt interesów między tym, co najlepsze dla zarządu funduszu a tym, co najlepsze dla inwestorów. Niektóre z firm inwestycyjnych, na przykład Longleaf Partners, nawet zakazują menedżerom posiadania innych papierów niż udziały w podległych im funduszach. W Longleaf i innych firmach typu Davis i FPA, menedżerowie mają tak duże udziały, że zarządzają pieniędzmi prawie tak, jakby to była ich własność, a więc maleje prawdopodobieństwo, że będą windować prowizje, pozwalać na rozrastanie funduszy do gigantycznych rozmiarów i zostawiać inwestorów z ogromnym podatkiem do zapłacenia. Oświadczenia o pełnomocnikach funduszy i Klauzule z Informacjami Dodatkowymi, dostępne w SEC, za pośrednictwem bazy danych EDGAR na www.sec.gov, ujawniają informacje o tym, że menedżerowie posiadają co najmniej 1% udziałów.

Są tanie. Do najpowszechniejszych mitów, w branży funduszy należy twierdzenie, że „dostajesz to, za co płacisz", czyli że wysoka rentowność uzasadnia wysokie prowizje. W przypadku takiego argumentu, pojawiają się dwa problemy. Po pierwsze, jest on nieprawdziwy. Wieloletnie badania wykazują, że na przestrzeni lat, fundusze z wyższą prowizją osiągają niższe zyski. Po drugie, wysokie zyski są zjawiskiem tymczasowym, a wysokie prowizje – trwałym jak granit. Jeśli kupujesz jakiś fundusz z powodu jego wysokiej rentowności, możesz skończyć z pustymi rękami – ale koszty posiadania jednostek tych funduszy, niemal na pewno, nie będą spadać wraz z rentownością.

Mają śmiałość, aby iść pod prąd. Gdy Peter Lynch prowadził Fidelity Magellan, kupował to, co wydawało mu się tanie i nie oglądał się na innych menedżerów. W 1982 roku, najwięcej zainwestował w obligacje skarbowe, wkrótce potem na pierwszym miejscu listy zakupów umieścił akcje Chryslera, chociaż większość ekspertów spodziewała się rychłego bankructwa producenta samochodów. Później, w 1986 roku, prawie 20% kapitału Fidelity Magellan, Lynch włożył w akcje zagranicznych spółek typu Honda, Norsk Hydro i Volvo. Dlatego, zanim kupisz jednostki amerykańskich funduszy akcji, porównaj listę posiadanych przez nich akcji z tabelą indeksu S&P 500. Jeśli wyglądają kubek w kubek tak samo, poszukaj innego funduszu.*

Zamykają drzwi. Najlepsze fundusze często zamykają się na nowych inwestorów i zezwalają tylko na to, aby jednostki dokupowali dotychczasowi udziałowcy. To powstrzymuje szalony napływ nowych nabywców, którzy

* Pełna lista spółek, tworzących S&P 500, znajduje się na www.standardandpoors.com.

chcą skorzystać na wysokiej rentowności, i chroni przed problemami słoniowacizny aktywów. Jest to także sygnał, że menedżerowie nie troszczą się o swoją kieszeń bardziej niż o twoją. Ale zamknięcie funduszu powinno nastąpić przed – a nie po – nagłym rozrośnięciu. Niektóre firmy inwestycyjne, będące przykładami zamknięcia podwojów, to: Longleaf, Numeric, Oakmark, T. Rowe Price, Vanguard i Wasatch.

Nie doradzają. Platon mówił w *Republice*, że idealni władcy to ci, którzy nie pragną rządzenia. Najlepsi menedżerowie to ci, którzy nie potrzebują twoich pieniędzy. Nie pojawiają się non stop w telewizjach finansowych i nie reklamują, że oferują najlepsze zyski. Niewielki Mairs & Power Growth Fund, jeszcze w 2001 roku nie miał strony internetowej, a swoje jednostki nadal sprzedaje tylko w 24 stanach. Torray Fund od chwili założenia w 1990 roku, nie dał ani jednego ogłoszenia reklamowego.

Na co jeszcze trzeba zwracać uwagę? Większość nabywców jednostek funduszy, najpierw patrzy na dotychczasowe wyniki, później na reputację zarządu, następnie na ryzyko, a na końcu – o ile w ogóle – na koszty ponoszone przez fundusz.*

Inteligentny inwestor zwraca uwagę na to samo, ale w odwrotnej kolejności.

Ponieważ łatwiej przewidzieć wydatki funduszu niż ryzyko albo rentowność, najpierw trzeba przesiewać fundusze właśnie na ich podstawie. Nie ma powodów, aby płacić roczne koszty manipulacyjne wyższe niż:

- w przypadku obligacji opodatkowanych i municypalnych – 0,75%,
- w przypadku amerykańskich akcji (spółek średnich i dużych) – 1,0%,
- w przypadku obligacji wysokooprocentowanych – 1,0%,
- w przypadku akcji małych amerykańskich spółek – 1,25%,
- w przypadku akcji zagranicznych – 1,50%.**

Później szacowanie ryzyka. Każdy fundusz musi w swoim prospekcie (albo przewodniku dla nabywcy), przedstawić wykres prezentujący największą stratę na przestrzeni kwartału. Jeśli nie jesteś w stanie znieść takiej straty

* Patrz: Noel Capon, Gavan Fitzsimons i Russ Alan Prince, *An Individual Level Analysis of Mutual Fund Investment Decision*, *Journal of Finance Services Research*, tom 10, 1996, str. 59–85. Investment Company Institute, *Understansing Shareholders' Use Information and Advisers*, wiosna 1997, na www.ici.org/pdf/rpt_undstnd_share.pdf str. 21. Gordon Alexander, Jonathan Jones i Peter Nigro, *Mutual Fund Shareholders: Characteristics, Investor Knowledge and Sources of Information*, skrypt OCC, grudzień 1997, na www.occ.treas.gov/ftp/workpaper/wp97–13.pdf

** Inwestorzy mogą łatwo poszukiwać funduszy spełniających te kryteria za pomocą narzędzi dostępnych na www.morningstar.com i http://money.cnn.com.

przez trzy miesiące, lepiej udaj się gdzie indziej. Warto też zajrzeć do rankingu funduszy na Morningstar. Ta czołowa firma analiz inwestycyjnych, przyznaje funduszom gwiazdki na podstawie ryzyka, jakie podejmują, aby osiągnąć zysk (największe ryzyko – jedna gwiazdka, najmniejsze – pięć). Ale, podobnie jak w przypadku oceny rentowności, ranking ten patrzy tylko wstecz. Można z niego wyczytać, który fundusz był najlepszy, ale nie dowiemy się, który będzie najlepszy. Niestety, pięciogwiazdkowe fundusze mają tendencje do osiągania wyników gorszych niż jednogwiazdkowe. Dlatego najpierw poszukaj taniego funduszu, w którym zarząd ma dużą część udziałów, który ma śmiałość iść pod prąd i chce zamknąć swe podwoje, zanim zacznie pękać w szwach. Później – ale dopiero później! – zajrzyj na ranking Morningstar.*

Na koniec, spójrz na dotychczasowe wyniki i nie zapominaj, że to bardzo mało znaczący wskaźnik przyszłej rentowności. Jak już widzieliśmy, triumfatorzy jednego dnia, następnego stają się przegranymi. Jednak analizy pokazują, że w jednej sprawie można mieć prawie absolutną pewność – przegrani jednego dnia, prawie nigdy następnego dnia nie stają się triumfatorami. Dlatego unikaj funduszy, które w przeszłości osiągały nędzne wyniki, zwłaszcza, jeśli ich koszty roczne przewyższają przeciętną.

Zamknięty świat zamkniętych funduszy

Chociaż w latach 80., zamknięte fundusze akcji cieszyły się dużą popularnością, obecnie powoli zanikają. Dziś istnieje tylko 30 funduszy zdywersyfikowanych akcji krajowych, wiele z nich jest bardzo małych, obracają zaledwie kilkuset jednostkami dziennie, mają wysokie koszty i dziwne strategie (na przykład Morgan FunShares, który specjalizuje się w akcjach branż „uzależniających", czyli monopolowej, tytoniowej i kasynowej). Badania eksperta od funduszy zamkniętych, Donalda Cassidy z Lipper Inc., potwierdzają spostrzeżenia Grahama, że zamknięte fundusze zdywersyfikowanych akcji, sprzedawane i kupowane z rabatem, nie tylko osiągają wyniki lepsze od funduszy sprzedawanych z nadwyżką wobec ceny nominalnej, ale także

* Patrz: Matthew Morey, *Rating the Raters: An Investigation of Mutual Fund Rating* Services, *Journal of Investment Consulting*, tom 5, nr 2 listopad/grudzień 2002. Chociaż ranking gwiazdowy raczej nie pozwala przewidzieć przyszłych wyników, to Morningstar jest dla inwestorów indywidualnych najlepszym źródłem informacji na temat funduszy.

mają wyższą rentowność od przeciętnego funduszu otwartego. Niestety, rynek zamkniętych funduszy zdywersyfikowanych akcji zmurszał, i nie zawsze można kupić na nim upatrzone jednostki.*

Istnieją jednak setki zamkniętych funduszy obligacji. Duży wybór jest zwłaszcza wśród funduszy obligacji municypalnych. Jeśli ich jednostki sprzedawane są z rabatem, to rentowność rośnie i mogą być atrakcyjne, o ile oczywiście ich roczne koszty manipulacyjne, nie przekraczają tych z zamieszczonej wcześniej listy.**

Warto również przyjrzeć się nowej generacji funduszy indeksów walutowych (ETF). Niektóre tanie ETF, stanowią dla inwestora jedyną możliwość, aby dostać się na jakiś wąski rynek, na przykład spółek zarejestrowanych w Belgii albo akcji branży półprzewodników. Inne oferują dostęp do znacznie szerszych rynków. Generalnie jednak, nie nadają się dla inwestora, który chciałby regularnie dopłacać pieniądze, ponieważ większość maklerów nalicza sobie oddzielną prowizję za każdą nową inwestycję.***

Kiedy się wycofać?

A gdy już masz swój fundusz, to jak dowiesz się, kiedy naszedł czas na sprzedaż zgromadzonych jednostek? W myśl standardowej rady, należy sprzedawać, gdy wyniki funduszu nie doganiają średniej rynkowej (lub podobnego wskaźnika), przez rok, dwa albo trzy pod rząd. Ale ta rada nie ma sensu. Fundusz Sequoia od czasu założenia w 1970 roku do 1999 roku, osiągał wyniki poniżej indeksu S&P 500 w 12 latach z 29, czyli przez ponad 41% czasu istnienia. A mimo to, jego zyski w tym okresie wyniosły 12 500%, indeks zaś wzrósł o 4900%.****

* W przeciwieństwie do funduszy wzajemnych, zamknięte nie wydają udziałów każdemu, kto zapragnie je kupić. Inwestor musi kupować nie od samego funduszu, tylko od innego udziałowca, który zechce się z nim podzielić. A zatem, cena udziałów waha się powyżej i poniżej wartości księgowej, w zależności od popytu i podaży.

** Więcej informacji na ten temat na www.morningstar.com i www.etfconnect.com.

*** W przeciwieństwie do wzajemnych funduszy indeksowych, sprzedawane i kupowane ETF-y podlegają standardowym prowizjom od akcji. Często te prowizje naliczane są także do nowych zakupów albo do reinwestycji dywidend. Szczegóły na www.ishares.com, www.streettrack.com, www.amex.com i www.indexfunds.com.

**** Patrz sprawozdanie dla udziałowców Sequoia z 30 czerwca 1999 roku, na www.sequoiafund.com/Reports/Quarterly/SemiAnn99.htm. Od 1982 roku, Sequoia jest zamknięty dla nowych udziałowców, co potwierdza jego znakomity poziom.

Za co kochamy seanse spirytystyczne?

Wiara – lub choćby tylko nadzieja – że jesteśmy w stanie wybrać fundusze, które w przyszłości będą sobie radzić najlepiej, poprawia nam samopoczucie. Odnosimy miłe wrażenie, że panujemy nad losem swoich inwestycji. Uczucie „ja tu rządzę", należy do ludzkich cech – psychologowie nazywają to nadmierną pewnością siebie. Oto kilka przykładów działania nadziei:

- W 1999 roku, magazyn *Money*, zapytał ponad 500 osób, czy ich portfele dają zyski lepsze niż przeciętne. Jedna na cztery powiedziała, że tak. Ale na prośbę o podanie konkretnych wyników, 80% tych inwestorów wymieniło zysk mniejszy od średniej rynkowej (4% nie miało pojęcia, jaki ich portfel przyniósł zysk, ale i tak były pewne, że wyższy od przeciętnego!).
- W badaniach przeprowadzonych w Szwecji pytano kierowców, którzy wzięli udział w poważnym wypadku samochodowym, jak oceniają swoje umiejętności prowadzenia samochodu. Wszyscy – w tym także sprawcy wypadków i osoby, które ucierpiały w wypadkach tak bardzo, że wypełniały tę ankietę na szpitalnym łóżku – stanowczo twierdzili, że mają umiejętności wyższe niż przeciętne.
- W ankiecie prowadzonej pod koniec 2000 roku, *Time* i CNN zapytały ponad 1000 przypadkowych uczestników, czy sądzą, że znajdą się wśród 1% obywateli z najwyższymi dochodami. 19% umieściło siebie wśród 1% najbogatszych Amerykanów.
- Pod koniec 1997 roku, ankieta przeprowadzona wśród 750 inwestorów pokazała, że 74% z nich wierzy, że ich inwestycje w fundusze wzajemne będą „co roku wyższe od Standard & Poor's 500", chociaż większość funduszy na dłuższa metę wypada gorzej od S&P 500, a wiele z nich nigdy nie pobiło wyniku tego indeksu.[1]

Chociaż tego rodzaju optymizm jest normalną oznaką zdrowej psychiki, nie pasuje do polityki inwestycyjnej. Tu, trzeba wierzyć w prognozę tylko wtedy, gdy rzeczywiście można prognozować. Jeśli nie jesteś realistą, to dążenie do podwyższenia poczucia własnej wartości skończy się samozagładą.

* Patrz: Jason Zweig, *Did You Beat the Market?*, *Money*, styczeń 2000, str. 55–58; ankieta *Time*/CNN nr 15, 25–26 października 2000, pytanie 29.

Wyniki większości funduszy spadają dlatego, że typ preferowanych przez nie akcji, na pewien czas wychodzi z łask. Jeśli zatrudniłeś menedżera, aby inwestował tak i tak, po co go wyrzucać, jeśli robi to, co obiecał? Sprzedając jednostki, gdy styl inwestowania wychodzi z mody, nie tylko potwierdzasz swoją stratę, ale także uniemożliwiasz sobie udział w nieuchronnym powrocie do formy. Jedna z analiz pokazuje, że od 1998 roku do 2001 roku, udziałowcy funduszy wzajemnych osiągali zyski roczne o 4,7 punktów procentowych niższe niż ich fundusze, bo po prostu sprzedawali tanio i kupowali drogo.*

A więc kiedy sprzedawać? Oto kilka światełek ostrzegawczych:

- **ostra i niespodziewana zmiana strategii**, na przykład fundusz „wartości" w 1999 roku ładuje pieniądze w spółki technologiczne albo fundusz „wzrostu" skupuje w 2002 roku tony akcji firm ubezpieczeniowych,
- **wzrost kosztów**, który sugeruje, że to zarząd chce sobie wypchać kieszenie,
- **częste i wysokie podatki** w wyniku zbyt częstych sprzedaży i zakupów,
- **nagłe wahania rentowności**, gdy, na przykład, konserwatywny dotąd fundusz, generuje ogromną stratę (albo nawet ogromny zysk).

Jak powiedział konsultant inwestycyjny Charles Ellis, „jeśli nie jesteś gotowy na stabilność małżeńską, nie powinieneś brać ślubu".**

* Jason Zweig, *What Fund Investor Really Reed to Know*, *Money*, czerwiec 2002, str. 110–115.
* Patrz wywiad z Ellisem w Jason Zweig, *Wall Street's Wisest Man*, *Money*, czerwiec 2001, str. 49–52

ROZDZIAŁ 10

Inwestor i doradcy

Inwestowanie pieniędzy w papiery wartościowe, wyróżnia się wśród działań biznesowych tym, że prawie zawsze, do pewnego stopnia, opiera się na radach innych osób. Zdecydowana większość inwestorów to amatorzy. Oczywiście czują, że mogą zyskać, jeśli w kwestii doboru papierów poszukają profesjonalnej porady. A doradztwo inwestycyjne ma pewne unikalne, charakterystyczne cechy.

Jeśli ktoś inwestuje po to, aby zarobić pieniądze, to starając się znaleźć rady u innych, chce się dowiedzieć, jak to zrobić. Biznesmeni szukający fachowej porady związanej z ich działalnością nie oczekują, że ktoś im powie, jak mają osiągać zysk. To już ich własny problem. Dlaczego więc, ci sami biznesmeni, a także ludzie nie związani z biznesem, zdając się na innych w kwestii własnych *zysków z inwestycji*, oczekują czegoś, co nie ma odpowiednika w normalnym biznesie?

Gdybyśmy mogli założyć, że istnieje jakiś znormalizowany, standardowy zysk, który przynosi inwestowanie pieniędzy w papiery wartościowe, moglibyśmy łatwiej określić rolę doradcy. Miałby on za pomocą swoich nadzwyczajnych umiejętności i doświadczenia, chronić klientów przed błędami i starać się, aby osiągali wyniki, do których mają prawo. A gdy inwestor chce uzyskać – albo gdy jego doradca zobowiązuje się osiągnąć – rentowność wyższą od przeciętnej, to rodzi się pytanie, czy prośba albo zobowiązanie nie wykracza ponad to, co jest możliwe do zrealizowania.

Poradę inwestycyjną można otrzymać w wielu źródłach. Należą do nich: krewni i znajomi obyci w sprawach papierów wartościowych, miejscowy bank komercyjny, firma maklerska lub bankowy dom inwestycyjny, serwis

finansowy czy czasopismo, oraz doradca inwestycyjny.* Różnorodny charakter listy świadczy o tym, że do tej pory nie wykrystalizowało się jeszcze w umysłach inwestorów logiczne ani systematyczne podejście do tej kwestii.

Ze wspomnianym kryterium znormalizowanego i standardowego zysku, wiąże się pewne zdroworozsądkowe podejście. Nasza zasadnicza teza brzmi następująco: jeśli inwestor prowadzący swoje finanse, ma polegać przede wszystkim na cudzych poradach, to musi albo ograniczyć siebie i swoich doradców tylko do standardowych, konserwatywnych, a nawet prostackich formach inwestowania, albo nadzwyczaj dobrze i blisko znać osobę, która chce skierować go na inne tory. Ale, jeśli między inwestorem a jego doradcami, panują zwyczajne relacje biznesowe lub zawodowe, to mniej konwencjonalne rady powinien przyjmować tylko w takim zakresie, w jakim własna wiedza i doświadczenie, pozwalają mu dokonać obiektywnego osądu. Musi, z kategorii inwestora defensywnego, przejść do kategorii inwestora agresywnego czy też przedsiębiorczego.

Doradztwo inwestycyjne i bankowe usługi powiernicze

Prawdziwi doradcy inwestycyjni – czyli szacowne firmy doradztwa inwestycyjnego, które pobierają wysokie roczne opłaty – są dość umiarkowane w obietnicach i rachubach. Przeważnie inwestują pieniądze klienta w typowe papiery przynoszące odsetki oraz dywidendy i polegają na własnym doświadczeniu. Jest mało prawdopodobne, aby więcej niż 10% ogółu finansów zostało ulokowanych w papierach innych niż emitowane przez czołowe spółki i obligacje rządowe (także stanowe oraz municypalne). Firmy te, nie starają się korzystać z ogólnych wahań giełdowych.

Najlepsze firmy doradztwa inwestycyjnego nie utrzymują, że są rewelacyjne. Szczycą się swoimi kompetencjami, ostrożnością i konserwatyzmem. Za cel stawiają sobie przede wszystkim, aby wraz z upływem lat, zainwestowane sumy nie malały i osiągały możliwą do zaakceptowania rentowność. Wszystko ponad to – gdy rzeczywiście pragną realizować wyższe cele – uznają za usługi dodatkowe. Dla klientów największą wartością jest fakt, że ochraniają przed kosztownymi pomyłkami. Oferują tyle, ile defensywny inwestor ma prawo oczekiwać od doradcy świadczącego publiczne usługi.

Wszystko, co powiedzieliśmy na temat szacownych firm doradztwa inwestycyjnego, odnosi się również do doradczych i powierniczych usług świadczonych przez większe banki.*

* Lista źródeł porad inwestycyjnych jest ciągle tak różnorodna, jak w czasach Grahama. Pod koniec 2002 roku, ankieta przeprowadzona na zlecenie Security Industry Association pokazała, że 17% inwestorów najbardziej polega na poradach inwestycyjnych męża, żony albo przyjaciół, 2% – bankiera, 16% – maklera, 10% – czasopism finansowych, a 24% na radach planisty finansowego. Od czasów Grahama zmieniło się tylko to, że obecnie 8% inwestorów opiera się na radach z Internetu, a 3% telewizji finansowych (patrz: www.sia.com).

Serwisy finansowe

Tak zwane serwisy finansowe to instytucje, które sprzedają swoim prenumeratorom biuletyny (przybierające czasami formę telegramów). Poruszają takie tematy, jak stan i prognozy gospodarki, zachowania i perspektywy giełdy papierów wartościowych oraz informacje i rady na temat poszczególnych instrumentów finansowych. Często zawierają „dział dla wnikliwych", w którym odpowiadają na pytania nurtujące poszczególnych prenumeratorów. Koszty prenumeraty wynoszą znacznie mniej niż prowizja, którą obciążają klientów firmy doradztwa inwestycyjnego. Niektóre instytucje – zwłaszcza Babson's oraz Standard & Poor's – prowadzą działalność dwutorową, oferując zarówno serwisy finansowe, jak i doradztwo inwestycyjne (nawiasem mówiąc, inne instytucje – na przykład Scudder, Stevens & Clark – oddzielnie prowadzą doradztwo inwestycyjne i oddzielnie co najmniej jeden fundusz inwestycyjny).

Generalnie, serwisy finansowe są skierowane do całkiem innego segmentu inwestorów niż firmy doradztwa inwestycyjnego. Klienci tych drugich, nie chcą zawracać sobie głowy podejmowaniem decyzji. Natomiast serwisy finansowe przedstawiają informacje i wskazówki skierowane do tych, którzy sami prowadzą własne sprawy finansowe albo zajmują się doradzaniem innym. Wiele serwisów uważa, że ma wyłączność na przewidywanie zachowań giełdy za pomocą różnych metod „technicznych". Pomińmy je tutaj, jako że ich działanie nie dotyczy inwestorów, dla których powstała ta książka.

* Charakter firm doradztwa inwestycyjnego i bankowych usług powierniczych nie uległ zmianie, ale obecnie raczej nie udzielają one porad inwestorom, dysponującym mniej niż milionem dolarów aktywów. W niektórych przypadkach, wymagane jest 5 mln albo więcej. Dzisiaj, podobną funkcję pełnią tysiące niezależnych firm planowania finansowego, chociaż (jak stwierdził analityk Robert Veres), ulubionym instrumentem przestały być fundusze wzajemne, ich miejsce zajęły akcje blue chips, a gwarancją bezpieczeństwa nie jest już dywersyfikacja lecz „jakość".

Z drugiej strony, najbardziej znane – na przykład Moody's Investment Service. Standard & Poor's – uchodzą za instytucje statystyczne, prowadzące zestawienia obszernych danych statystycznych, które stają się podstawą wszystkich poważnych analiz papierów wartościowych. Serwisy te, mają zróżnicowaną klientelę, począwszy od konserwatywnych inwestorów, a kończąc na ewidentnych spekulantach. W efekcie, napotykają na spore trudności, formułując swoje opinie i rekomendacje tak, aby pasowały i do filozofii ścisłej, i do ogólnikowej.

Od dawna uznane serwisy, w rodzaju Moody's, muszą dostarczać czegoś wartościowego szerokim rzeszom inwestorów. Cóż to takiego? Zasadniczo, poruszają sprawy, interesujące przeciętnego aktywnego inwestora lub spekulanta, a ich poglądy opierają się na odrobinie autorytetu, a przynajmniej wydają się wiarygodne klientom pozbawionym innej pomocy. Kiedy to tylko możliwe, asekurują się w swoich opiniach, aby uniknąć ryzyka popełnienia kompletnej pomyłki (stosują doskonale rozwiniętą sztukę delfickiej przepowiedni, którą można znakomicie dopasować do wszystkiego, co przyniesie przyszłość). Naszym zdaniem – być może wynika ono z uprzedzeń – ta część ich działalności nie ma żadnego znaczenia, rzuca jedynie pewne światło na ludzką naturę w odniesieniu do giełdy papierów wartościowych. Niemal każdy, kto interesuje się akcjami, chce usłyszeć od drugiego człowieka, co tamten myśli o sytuacji na giełdzie. A skoro istnieje popyt, trzeba go zaspokoić.

Oczywiście, interpretacje i prognozy dotyczące gospodarki, niosą ze sobą więcej informacji i są bardziej wiarygodne. Jest to ważna część „inteligencji ekonomicznej", która stale krąży między kupującymi i sprzedającymi papiery wartościowe, i ma tendencje do ustalania uczciwych i racjonalnych cen akcji oraz obligacji w każdych prawie okolicznościach. Niewątpliwie, materiały publikowane przez serwisy finansowe, wnoszą pewien wkład w ogół dostępnych informacji i wymuszają na swoich klientach określone opinie na temat inwestycji.

Trudno oceniać ich rekomendacje, dotyczące poszczególnych papierów. Każdy serwis ma prawo być sądzony indywidualnie, a werdykt musi opierać się na wnikliwych i szeroko zakrojonych badaniach, obejmujących wiele lat. Nasze doświadczenia pokazują jednak, że ich działalność trudno nazwać udzielaniem pożytecznych rad. Chodzi o forsowaną przez nie ogólną opinię, że akcje trzeba kupować, jeśli najbliższe prognozy gospodarcze są pomyślne, i sprzedawać, gdy prognozy są złe – *bez względu na bieżącą cenę.* Czasem ta sztuczna reguła przeszkadza serwisom w solidnej robocie analitycznej, do której zdolne są ich redakcje – a mianowicie w ocenie, czy

w świetle dalekosiężnych wskaźników, określających potencjał danej spółki na przyszłość, cena jej akcji jest zawyżona czy zaniżona.

Inteligentny inwestor nie kupuje, ani nie sprzedaje swoich papierów wyłącznie w oparciu o rekomendacje, podsuwane przez serwisy finansowe. A skoro już to ustaliliśmy, możemy uznać, że serwisy odgrywają pewną rolę w dostarczaniu informacji i sugestii.

Porady domów maklerskich

Prawdopodobnie najwięcej porad na temat papierów wartościowych, trafia do publicznej wiadomości za pośrednictwem maklerów. Pracują oni na New York Stock Exchange albo innych giełdach i za realizację zleceń kupna oraz sprzedaży pobierają standardową prowizję. Prawie każde publiczne biuro maklerskie, prowadzi dział analiz i statystyk, który udziela odpowiedzi na pytania i przedstawia rekomendacje. Do klientów – czasem zwanych bardziej zaszczytnie partnerami – trafia za darmo wiele opasłych i kosztownych woluminów literatury analitycznej.

Wiele miejsca poświęca się pozornie niewinnemu pytaniu, czy bardziej stosowna jest nazwa „klient" czy też „partner". Partnerzy są w biznesie. A profesjonalista albo firma reprezentująca profesjonalistów, mają klientów. Prawdopodobnie, towarzystwo maklerów z Wall Street, przyjmuje najwyższe etyczne standardy biznesu, ale nadal ma ciągoty w kierunku norm i postaw prawdziwych profesjonalistów.*

Dawniej, Wall Street prosperowała przede wszystkim dzięki spekulacjom, a spekulanci giełdowi należeli do grupy, która niemal na pewno musiała stracić pieniądze. Dlatego, z logicznego punktu widzenia, domy maklerskie po prostu nie mogły działać wyłącznie na zasadach profesjonalnych. Aby tak było, musiałyby raczej kierować swe wysiłki w stronę ograniczania, a nie poszerzania prowadzonego biznesu.

Najdalszy punkt, do którego posunęły się niektóre domy maklerskie – i tego od nich oczekiwano – to powstrzymywanie się od zachęcania i skłaniania do spekulacji. Zajmowały się realizacją składanych u nich zleceń, do-

* Graham był jednym z najostrzejszych i najbardziej cynicznych obserwatorów, jakich kiedykolwiek miała Wall Street. Jednak w tym przypadku wcale nie był cyniczny. Być może, Wall Street ma wyższe standardy etyczne niż *niektóre* rodzaje biznesów (przychodzą tu na myśl przemyt, prostytucja, lobbowanie w kongresie i dziennikarstwo), ale mimo to, w branży inwestycyjnej działa wystarczająco dużo kłamców, oszustów i złodziei, aby zapewnić urzędnikom Szatana wiele ciężkiej pracy przez całe dziesięciolecia.

starczaniem analiz i informacji finansowych, a także przedstawianiem opinii na temat walorów inwestycyjnych poszczególnych papierów wartościowych. Zatem, przynajmniej teoretycznie, ponosili całą odpowiedzialność za zyski albo straty swoich spekulujących partnerów.*

Jednak większość domów maklerskich, nadal trzyma się staroświeckiego sloganu, że ich biznes polega na pobieraniu prowizji, i aby odnosić sukcesy, trzeba dostarczać tego, czego chcą klienci. Ponieważ najbardziej dochodowi klienci chcą porad i sugestii na temat spekulacji, myślenie i działanie typowej firmy jest sprzężone z codziennymi transakcjami giełdowymi. Dlatego usilnie próbuje pomagać klientom w zarabianiu pieniędzy na obszarze, na którym, niemal na mocy praw matematycznych, w ostatecznym rozrachunku są skazani na przegraną.** Chodzi tutaj o to, że na dłuższą metę spekulacyjne operacje nie mogą być dochodowe dla większości klientów biur maklerskich. Ale póki ich operacje przypominają prawdziwe inwestowanie, są w stanie generować taki poziom zysków z inwestycji, który pokryje straty spekulacyjne.

Inwestor otrzymuje poradę i informację od dwóch typów pracowników biur maklerskich – analityków finansowych oraz „maklerów pracujących z klientami" (czasami zwanych reprezentantami).

„Maklerzy pracujący z klientami" dawniej byli nazywani mniej szacownie „pracownikami obsługi klienta". Obecnie, jest to zazwyczaj osoba z miłym charakterem i znaczną wiedzą na temat papierów wartościowych. Działa według ściśle określonego kodeksu. Niemniej jednak, ponieważ jej biznes polega na zarabianiu prowizji, trudno jej pozbyć się nastawienia spekulacyjnego. Dlatego nabywca papierów wartościowych, który chce uniknąć wpływów takiego nastawienia, musi w kontaktach z „maklerem pracującym z klientami", zachować ostrożność i stanowczość. Powinien jasno, w prostych słowach wyjaśnić, że nie interesuje go nic, co choć trochę przypomina „podpowiedź" na temat akcji. Jeśli makler zrozumie wyraźnie, że ma przed sobą prawdziwego inwestora, uszanuje jego poglądy i będzie kontynuował współpracę.

* Do jakiego stopnia Graham ma w tej sprawie rację, przekonały się tysiące ludzi, którzy pod koniec lat 90. kupili akcje z wiarą, że analitycy z Wall Street dostarczyli im cennych i obiektywnych wskazówek.

** Co ciekawe, ostra krytyka, która w czasach Grahama była skierowana pod adresem firm maklerskich oferujących pełen zakres usług, w latach 90. dotyczyła tanich maklerów internetowych. Firmy te wydawały miliony dolarów na błyskotliwe reklamy, które nakłaniały klientów do licznych i częstych transakcji. W rezultacie, większość klientów sama dobierała portfele, zamiast zlecać to komuś innemu. Przy takich transakcjach, niska marża stanowi niewielką pociechę za słabe wyniki. Tymczasem, większość tradycyjnych firm maklerskich, zaczęła kłaść nacisk na planowanie finansowe i „zintegrowane zarządzanie aktywami", zamiast wynagradzać swoich maklerów tylko na podstawie tego, ile zdołali wypracować prowizji.

Analitycy finansowi, dawniej zwani przeważnie analitykami papierów wartościowych, to ludzie szczególnie bliscy autorowi, ponieważ sam był analitykiem przez ponad 50 lat i pomagał w szkoleniu innych. Teraz zajmiemy się tylko analitykami finansowymi zatrudnianymi przez domy maklerskie. Tytuł analityka jasno precyzuje jego funkcję. Pracuje on nad szczegółowymi badaniami poszczególnych papierów wartościowych, opracowuje staranne porównania różnych walorów i formułuje specjalistyczne opinie o bezpieczeństwie, atrakcyjności i wartości wszelkiego rodzaju akcji i obligacji.

Chociaż niewtajemniczonym może wydawać się to dziwne, ale nie istnieją żadne wymogi, którym trzeba sprostać, aby zostać analitykiem papierów wartościowych. Dla kontrastu, makler musi zdać egzamin, przejść testy psychologiczne i zostać przyjętym oraz zarejestrowanym przez New York Stock Exchange. W praktyce, prawie każdy młody analityk, ma za sobą solidną szkołę biznesową, a starsi wiele lat nauki opartej na doświadczeniu. W zdecydowanej większości, domy maklerskie same muszą dbać o kwalifikacje i kompetencje swoich analityków.*

Klient biura maklerskiego może mieć do czynienia z analitykiem finansowym bezpośrednio lub za pośrednictwem maklera. W obu przypadkach, otrzymuje analizę wraz z odpowiednią liczbą danych i porad. Trzeba tu zwrócić uwagę na jeden problem. Wartość analizy papierów wartościowych, w dużej mierze zależy od samego nastawienia inwestora. Jeśli zadaje analitykowi właściwe pytania, to prawdopodobnie otrzyma właściwe – a przynajmniej przydatne – odpowiedzi. Jesteśmy przekonani, że analitycy zatrudniani przez domy maklerskie mają o tyle gorzej, że oczekuje się od nich także analiz giełdowych. Gdy słyszą pytanie, czy dane akcje są „stabilne", często kryje się za nim kolejne: Czy można przewidywać, że w najbliższych miesiącach te akcje zdrożeją? W efekcie, wielu z nich równocześnie z prowa-

* Wszystko to nadal jest aktualne, chociaż wielu z najlepszych analityków Wall Street nosi tytuł koncesjonowanego analityka finansowego (CFA). Certyfikat CFA, przyznaje Association of Investment Management & Research (dawniej Financial Analysts Federation), ale najpierw kandydat musi mieć za sobą wiele lat rygorystycznych studiów i zdać serię trudnych egzaminów. Certyfikat CFA ma 50 000 analityków na świecie. Niestety, niedawne badania profesora Stanleya Blocka pokazały, że większość posiadaczy CFA, ignoruje techniki Grahama – wyżej cenią potencjał wzrostu niż jakość zysku, ryzyko i politykę dywidend określającą wskaźnik c/z, znacznie więcej analityków opiera swoje rankingi zakupów na dotychczasowych cenach niż na długoterminowych perspektywach spółki. Patrz: Stanley Block, *A Study of Financial Analyst: Practice and Theory*, *Financial Analysts Journal*, lipiec/sierpień 1999, na www.aimrpubs.org. Sam Graham mawiał, że jego książki są czytane i ignorowane częściej niż jakiekolwiek inne książki na temat finansów.

dzeniem analiz, śledzi notowania giełdowe, a to nie najlepsze warunki do rozsądnego myślenia i snucia wartościowych wniosków.*

W następnym podrozdziale zajmiemy się niektórymi aspektami i możliwościami analiz papierów wartościowych. W wielu przypadkach, praca analityków finansowych z domów maklerskich, ma pomagać inwestorom, którzy chcą nabrać pewności, że zyskają na swoich pieniądzach wszystko, co się da – a może nawet nieco więcej. Jak od maklera kontaktującego się z klientem, tak i od analityka, oczekuje się na początku dokładnego zrozumienia celów i nastawienia inwestora. Gdy już wie, że ma do czynienia z osobą nastawioną na wartość inwestycji, a nie na notowania giełdowe, jest ogromna szansa, że jego rekomendacje okażą się naprawdę korzystne.

Analitycy finansowi i certyfikat CFA

W 1963 roku, podjęto ważną decyzję określającą profesjonalne wymogi i odpowiedzialność analityków finansowych. Oficjalny tytuł koncesjonowanego analityka finansowego (CFA), przyznaje się tym praktykującym analitykom, którzy zdają wymagane egzaminy i spełniają inne założone wymogi.[1] Egzaminacyjnej kontroli podlega analiza papierów wartościowych i zarządzanie portfelem. Analogia, do od dawna uznawanego profesjonalnego tytułu koncesjonowanego księgowego (CPA), jest tu wyraźna i zamierzona. Ten stosunkowo nowy mechanizm uznania i kontroli, powinien przyczynić się do podniesienia standardów pracy analityków finansowych i nadania jej profesjonalizmu.**

Kontakty z domami maklerskimi

Jednym z najgłośniej omawianych wydarzeń, w czasie pisania uaktualnienia do obecnego wydania tej książki, były kłopoty finansowe – a mówiąc

* Obecnie niezwykle rzadko dochodzi do sytuacji, gdy zwykły śmiertelnik zostaje dopuszczony do analityka papierów wartościowych. W większości przypadków, tylko nobliwi inwestorzy instytucjonalni, mają zaszczyt dostąpić do tronu Jego Wysokości Analityka z Wall Street. A indywidualny inwestor ma naprawdę dużo szczęścia, jeśli uda mu się dodzwonić do analityka z „regionalnego" biura maklerskiego, z siedzibą gdzieś na nowojorskich przedmieściach. Na stronach internetowych większości spółek giełdowych, można znaleźć listę analityków, którzy monitorują ich akcje. Na stronach www.zacks.com i www.multex.com, jest dostęp do sprawozdań analityków. Jednak inteligentny inwestor powinien pamiętać, że większość analityków nie analizuje działalności firmy. Oni zajmują się raczej zgadywaniem przyszłych cen akcji.

** Benjamin Graham w dużej mierze przyczynił się do wprowadzenia programu CFA. Zanim mechanizm wszedł w życie, Graham opowiadał się za nim przez 20 lat.

wprost, bankructwo lub skraj bankructwa – kilku firm związanych z New York Stock Exchange, w tym co najmniej dwóch wielkich.* Coś takiego nie wydarzyło się od pół wieku, a może nawet jeszcze dłużej. Z wielu powodów jest to dziwne. Od kilkudziesięciu lat, New York Stock Exchange zmierzała w kierunku ściślejszej kontroli operacji oraz kondycji finansowej związanych z nią firm – wprowadzono wymóg minimum kapitałowego, niespodziewane audyty itp. Poza tym, od 37 lat, kontrolę nad giełdą i jej członkami sprawuje U.S. Securities and Exchange Commission. I w końcu, branża maklerska działa w sprzyjających warunkach, a mianowicie nastąpił znaczny wzrost obrotów, wprowadzono minimalny pułap prowizji (eliminujący niskie opłaty) i ograniczono liczbę firm należących do giełdy.

Za pierwsze kłopoty firm maklerskich (w 1969 roku), obwiniano właśnie wzrost obrotów. Utrzymywano, że z tego powodu doszło do nadmiernego opodatkowania ich środków, do wzrostu ryczałtu i powstania wielu problemów przy sporządzaniu rozliczeń finansowych. Należy tu zwrócić uwagę, że po raz pierwszy w dziejach, ważne przedsiębiorstwa upadały, bo miały więcej pracy niż były w stanie wykonać. Gdy w 1970 roku, doszło do częstszych bankructw firm maklerskich, winę przypisano „spadkowi obrotów". To dziwne, jeśli wziąć pod uwagę, że w 1970 roku obroty na NYSE wyniosły w sumie 2937 mln akcji, co dało najwyższy wynik w historii – dwa razy wyższy niż w dowolnym roku przed 1965. Przez 15 lat hossy zakończonej w 1964 roku, średni roczny obrót wynosił „tylko" 712 mln akcji – czyli jedną czwartą wyniku z 1970 roku – a firmy maklerskie prosperowały najlepiej w historii. Jeśli, jak się wydaje, firmy należące do giełdy, rozpatrywane jako całość, pozwoliły, aby ryczałt i inne koszty wzrosły do takiego poziomu, że nie były w stanie wytrzymać nawet łagodnego spadku obrotów, trwającego niecały rok, to źle świadczy zarówno o ich umiejętnościach biznesowych, jak i o finansowym konserwatyzmie.

W końcu, z ukrycia wychynęło trzecie wyjaśnienie finansowych kłopotów, naszym zdaniem najważniejsze i najbardziej przekonujące. Wydaje się, że znaczna część kapitału pewnych domów maklerskich, była trzymana w akcjach należących do poszczególnych wspólników. Niektóre z nich, mia-

* Dwie firmy, które Graham ma na myśli, to zapewne Du Pont, Glore, Forgan & Co. oraz Goodbody & Co. W 1970 roku, Du Pont (założoną przez spadkobierców fortuny przemysłu chemicznego), uchronił od upadłości teksański przedsiębiorca H. Ross Perot, który pożyczył jej ponad 50 mln dolarów. Goodbody, piąta pod względem wielkości firma maklerska w USA, upadłaby pod koniec 1970 roku, gdyby nie przejął jej Merrill Lynch. Również Hayden, Stone & Co. zbankrutowałaby, gdyby nie została przejęta. W 1970 roku, rozpadło się aż siedem firm maklerskich. Farsowe wręcz dzieje szalonej ekspansji na Wall Street w latach 60., znakomicie opisał John Brooks w książce *The Go-Go Years* (John Wiley & Sons, Nowy Jork 1999).

ły charakter spekulacyjny i zawyżoną wartość. Gdy w 1969 roku, doszło do spadków giełdowych, notowania takich papierów spadły drastycznie, a razem z nimi znikła znaczna część kapitału pewnych firm.[2] A zatem, wspólnicy firm maklerskich spekulowali kapitałem, który miał chronić klientów przed niebezpieczeństwami finansowymi typowymi dla branży maklerskiej, aby podwoić swoje zyski. To niewybaczalne. Powstrzymujemy się od dalszych komentarzy.

Inwestor powinien wykorzystywać swoją inteligencję nie tylko przy opracowywaniu polityki finansowej, ale również przy ustalaniu związanych z nią szczegółów. Zalicza się do nich także wybór rzetelnego maklera, który będzie realizował zlecenia. Do tej pory, wystarczyło radzić czytelnikom, żeby zwracali się wyłącznie do członków NYSE, chyba że istniały naprawdę poważne powody, aby skorzystać z usług innej firmy. Teraz musimy podsunąć kolejną radę. Naszym zdaniem, osoby, którym nie zależy na rachunku kredytowym – a w naszym słowniku oznacza to wszystkich nieprofesjonalnych inwestorów – powinny przyjmowanie i wydawanie papierów wartościowych powierzyć bankowi. Podczas składania u maklera zlecenia kupna, trzeba mu polecić dostarczenie zakupionych papierów do banku, gdzie otrzyma zapłatę. I odwrotnie – sprzedając papiery, trzeba poinstruować bank, aby dostarczył je do maklera. Takie usługi łączą się z nieco większymi kosztami, ale warto zdecydować się na wydatek, aby czuć się bezpiecznie i mieć spokojną głowę. Radę tę inwestor może pominąć jako nieaktualną, jeśli ma pewność, że wszystkie problemy firm maklerskich zostały już rozwiązane, ale nigdy wcześniej.*

Banki inwestycyjne

Termin „banki inwestycyjne", odnosi się do instytucji, które w dużym stopniu zajmują się wypuszczaniem, gwarantowaniem i sprzedażą nowych emisji akcji i obligacji (gwarancja dotyczy przedsiębiorstwa emitującego papiery lub innego emitenta, którego papiery zostaną sprzedane). Udzielaniem gwarancji zajmuje się wiele firm maklerskich. Generalnie, polega to na przynależności do grupy asekuracyjnej, którą tworzą wiodące banki inwestycyjne. W domach maklerskich, pojawiła się też tendencja, do wypuszczania i sponsorowania mniejszych pakietów nowych papierów – zwłaszcza w formie niewielkich emisji akcji zwykłych, podczas w pełni rozkręconej hossy.

Banki inwestycyjne, to prawdopodobnie najbardziej szacowna część społeczności Wall Street, ponieważ to dzięki nim, finanse odgrywają konstruktywną rolę, polegającą na dostarczaniu kapitału potrzebnego do rozwoju przemysłu. Teoretyczne uzasadnienie utrzymywania aktywnych giełd papierów wartościowych, mimo ich częstych ekscesów spekulacyjnych, polega, de facto, przede wszystkim na tym, że zorganizowany handel papierami wartościowymi ułatwia sprzedaż nowych emisji akcji i obligacji. Gdyby inwestorzy i spekulanci nie widzieli rynku gotowego do obrotu papierami, które są im oferowane, prawdopodobnie nie chcieliby ich kupować.

Relacje między bankiem inwestycyjnym a inwestorem, przypominają stosunki łączące sprzedawcę i potencjalnego nabywcę. W przeszłości, zdecydowana część każdej nowej oferty obligacji, trafiała do największych instytucji finansowych, typu banki i towarzystwa ubezpieczeniowe. W tego typu transakcjach, sprzedawcy papierów wartościowych mieli do czynienia z nabywcami wprawnymi i doświadczonymi. I dlatego u tych klientów, wszelkie rekomendacje banków inwestycyjnych, spotykały się z dużą rezerwą i sceptycyzmem. A transakcje prawie zawsze były zawierane na zasadach biznesowych.

Ale zupełnie inna sytuacja panuje w relacjach między *indywidualnym* nabywcą papierów wartościowych, a występującym w roli gwaranta bankiem inwestycyjnym albo domem maklerskim. Tutaj kupujący rzadko bywa doświadczony i wprawny. Łatwo ulega wpływom sprzedającego, zwłaszcza gdy chodzi o akcje, ponieważ często kieruje nim nieujawnione pragnienie osiągnięcia szybkiego zysku. Efekt jest taki, że ochrona inwestora bardziej zależy od skrupułów i moralności instytucji sprzedających papiery, niż od jego własnych zdolności krytycznych.[3]

Wyrazy uznania należą się uczciwym i kompetentnym instytucjom gwarancyjnym, które potrafią odnaleźć się w dwóch nie współgrających ze sobą rolach – doradcy i sprzedawcy. Jednak nieostrożnością ze strony inwestora byłoby zaufanie ocenie sprzedającego. W 1959 roku powiedzieliśmy, że: „przykre rezultaty tego lekceważącego podejścia, ujawniły się niedawno w dziedzinie udzielania gwarancji papierów wartościowych; w okresie aktywnych spekulacji miały poważny wpływ na sprzedaż nowych akcji". Wkrótce potem, ostrzeżenie to okazało się bardzo na miejscu. Jak już wspo-

* Obecnie, prawie wszystkie transakcje maklerskie, są prowadzone drogą elektroniczną; papierów wartościowych nie „dostarcza" się fizycznie. Dzięki założonej w 1970 roku, Securities Inwestor Protection Corporation (SIPC), korporacji chroniącej inwestorów, gdy upada firma maklerska, inwestorzy mają zabezpieczone odzyskanie wszystkich złożonych na koncie walorów. SIPC to nadzorowana przez rząd korporacja maklerów. Wszyscy jej członkowie, zgadzają się składać pieniądze na pokrycie strat, poniesionych przez klientów upadającej firmy. Dzięki zabezpieczeniom SIPC, inwestorzy nie muszą, jak sugeruje Graham, przy płatnościach i dostawach korzystać z pośrednictwa banków.

minaliśmy, lata 1960–1961 i 1968–1969 wyróżniły się bezprecedensowym zalewem papierów niskiej jakości, sprzedawanych publicznie po absurdalnie wysokich cenach emisyjnych, które w wielu przypadkach dalej były zawyżane za pomocą spekulacji i manipulacji. W tym niegodnym zaufania procederze, który pokazał, że znajoma kombinacja chciwości, głupoty i nieodpowiedzialności nie zniknęła z finansowej sceny, wzięło udział wiele ważnych instytucji z Wall Street.

Inteligentny inwestor bierze pod uwagę rady i rekomendacje banków inwestycyjnych, zwłaszcza tych, które słyną ze swej reputacji, ale musi te sugestie poddać rzetelnemu i niezależnemu osądowi – czy to własnemu, jeśli wystarcza mu kompetencji, czy też innego doradcy.*

Inni doradcy

Istnieje pewien stary dobry zwyczaj, zwłaszcza w mniejszych miejscowościach, aby w sprawach inwestycji konsultować się z pracownikiem banku komercyjnego. Bankowiec nie musi mieć dogłębnej wiedzy na temat papierów wartościowych, ale ma pewne doświadczenie i reprezentuje konserwatywne podejście. Wielu pożytecznych rad udzieli zwłaszcza niewprawnemu inwestorowi, którego kusi, aby zboczyć z prostej i nudnej ścieżki polityki defensywnej, i któremu potrzeba rozsądnego spojrzenia. Bardziej dziarskiemu i agresywnemu inwestorowi, który pragnie rady na temat okazyjnych zakupów, raczej nie będą pasować poglądy przedstawiciela komercyjnego banku.**

Krytycznym okiem spoglądamy na szeroko rozpowszechniony zwyczaj, zwracania się o radę w sprawie inwestycji do krewnych i znajomych. Pytający zawsze uważa, że ma podstawy sądzić, że osoba, do której się zwraca, dysponuje większą wiedzą i doświadczeniem. Z naszych obserwacji wynika, że znalezienie dobrego doradcy spoza branży, jest równie trudne, jak dobór dobrych papierów bez niczyjej pomocy. Złych rad udziela się za darmo.

Podsumowanie

Inwestorzy, gotowi zapłacić prowizję za zarządzanie finansami, mogą wybrać renomowaną i rekomendowaną firmę doradztwa inwestycyjnego. Mogą również skorzystać z oddziałów inwestycyjnych dużych towarzystw powierniczych lub z usług nadzorczych, świadczonych za opłatą, przez kilka czołowych firm z NYSE. Nie powinni oczekiwać nadzwyczajnych wyników, ale na pewno porównywalnych z tymi, jakie osiąga przeciętny, ostrożny i dobrze poinformowany inwestor.

Większość nabywców papierów wartościowych, dostaje rady bez dodatkowej opłaty. Dlatego można zakładać, że w większości przypadków nie powinni oni oczekiwać ponadprzeciętnych wyników. Należy wystrzegać się wszystkich – czy to maklerów, czy sprzedawców papierów wartościowych – którzy obiecują spektakularne dochody albo zyski. Odnosi się to zarówno do sprawy doboru papierów, jak i do nieuchwytnej (a może nawet iluzorycznej), sztuki prowadzenia operacji giełdowych.

Na początku, inwestorzy, których zdefiniowaliśmy jako defensywnych, nie są w stanie dokonać obiektywnego osądu rekomendacji otrzymywanych od doradców. Ale mogą jasno i precyzyjnie – a nawet wielokrotnie – powiedzieć, jakie papiery chcą kupić. Jeśli posłuchają naszych zaleceń, ograniczą się do najlepszych obligacji i akcji czołowych spółek, sprzedawanych po cenie, którą w świetle analiz i doświadczenia można uznać za niewygórowaną. Analitycy papierów wartościowych, z każdej poważnej firmy maklerskiej, mogą zestawić listę takich akcji i poinformować inwestora, czy na podstawie doświadczeń, obecny poziom cen można uznać za ekstrawagancki, czy nie.

Inwestor agresywny od razu zaczyna aktywną współpracę z doradcami. Prosi o szczegółowe wyjaśnianie rekomendacji i przedstawia własne zdanie na ich temat. Oznacza to, że swoje oczekiwania i charakter operacji na papierach wartościowych, łączy z poszerzaniem wiedzy i doświadczenia w tej dziedzinie. W wyjątkowych przypadkach, gdy przekonał się o rzetelności i kompetencjach doradców, może oprzeć się na ich poradach, bez samodzielnego zrozumienia i zaaprobowania podejmowanej decyzji.

Na świecie nie brak chciwych maklerów i pozbawionych skrupułów sprzedawców akcji, dlatego zalecamy naszym czytelnikom ograniczanie swoich kontaktów – w miarę możliwości – do członków NYSE. Z pewną niechęcią dorzucamy też ostrożne zalecenie, aby dostawy i płatności załatwiać za pośrednictwem banków. Prawdopodobnie, za kilka lat znikną skazy z obrazu działających na Wall Street firm maklerskich, ale na koniec 1971 roku powtarzamy: „Lepsza ostrożność niż żałość".

* Ci, którzy posłuchali rady Grahama, w roku 1999 i w roku 2000 nie dali wciągnąć się w kupowanie pierwotnych ofert (IPO) firm internetowych.

** Obecnie, tę rolę bankowców, przejęli przede wszystkim księgowi, prawnicy i planiści finansowi.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 10

Czuję wdzięczność do miletańskiej dziewki, która widząc, że filozof Tales stale spędza czas na kontemplacji sklepienia niebieskiego i wciąż ma oczy skierowane ku górze, położyła mu coś na drodze, aby się potknął, i ostrzegła, że na bujanie myślami w chmurach będzie miał czas, gdy zobaczy, co leży u jego stóp. W gruncie rzeczy udzieliła mu rady, aby patrzył raczej w siebie niż w niebo.

Michel de Montaigne

Czy potrzebujesz pomocy?

We wspaniałych czasach końca lat 90., wielu inwestorów postanowiło się usamodzielnić. Dokonując analiz na własną rękę, osobiście wybierając akcje i prowadząc transakcje za pośrednictwem Internetu, omijali kosztowną infrastrukturę analiz, doradztwa i transakcji na Wall Street. Niestety, wielu z nich zdecydowało się na niezależność tuż przed najgorszą bessą od czasów wielkiej recesji, i potem mieli poczucie, że usamodzielnienie było z ich strony głupotą. Oczywiście, nie zawsze tak jest. Ludzie, którzy wszystkie decyzje zlecali tradycyjnym biurom maklerskim też stracili pieniądze.

Ale wielu inwestorów czuje się spokojniej z doświadczeniem, osądem i opiniami dobrego doradcy finansowego. Niektórzy chcą, aby ktoś postronny pokazał im, jaką stopę zwrotu potrzebują osiągnąć ze swojej inwestycji albo ile dodatkowych pieniędzy muszą zainwestować, aby zrealizować założone cele finansowe. Jeszcze inni chcą po prostu mieć na kogo zrzucić winę, gdy inwestycja się nie powiedzie, i wtedy zamiast popadać w zwątpienie, krytykują tego, kto miał ich bronić i dodawać otuchy. Doradcy zapewniają także psychiczne wsparcie w momentach, gdy trzeba zachować spokój, a inwestorom go brakuje. Generalnie, tak jak nie ma powodów, abyś nie miał sam zarządzać swoim portfelem, tak nie ma nic wstydliwego w tym, że prosisz o pomoc w zarządzaniu.*

Jak określić, czy potrzebujesz pomocy? Oto kilka sygnałów:

Duże straty. Jeśli od początku 2000 roku do końca 2002 roku, twój portfel stracił ponad 40% wartości, to masz wynik jeszcze gorszy, niż ogólnie fatalny całej giełdy. Trudno powiedzieć, czy to z powodu twojego lenistwa, beztroski czy braku szczęścia. Po tak ogromnej stracie twój portfel błaga o pomoc.

Rozchwiany budżet. Jeżeli stale męczysz się, aby związać koniec z końcem, nie masz pojęcia, gdzie rozchodzą się pieniądze, uważasz, że regularne oszczędzanie jest niemożliwe i ciągle płacisz rachunki po terminie, to finanse wymknęły ci się spod kontroli. Doradca może pomóc zapanować nad pieniędzmi, sporządzając szczegółowy plan finansowy, który uwzględni to, jak – i ile – powinieneś wydawać, pożyczać, oszczędzać i inwestować.

Chaos w portfelu. Pod koniec lat 90., wielu inwestorów uważało, że ma zdywersyfikowany portfel, bo posiada akcje 39 „różnych" spółek internetowych i jednostki siedmiu „różnych" amerykańskich funduszy akcji wzrostowych. Ale to tak, jakby twierdzić, że chór sopranów lepiej zaśpiewa *Old Man River* niż sopranistka solo. Obojętnie ile masz sopranów, chór nie będzie w stanie zaśpiewać wszystkich niskich tonów, jeśli nie włączysz do zespołu kilku barytonów. Tak samo twoje akcje, jeśli będą drożały i taniały jednocześnie, nie uzyskasz inwestycyjnej harmonii, którą zapewnia dywersyfikacja. Tu może pomóc profesjonalny plan „alokacji kapitału".

Poważne zmiany. Jeżeli pracujesz na własny rachunek i samodzielnie musisz układać swój plan emerytalny, twoi rodzice mają nieuporządkowane finanse i wydaje ci się, że nie stać cię na szkołę dla dzieci, doradca nie tylko zapewni ci spokój umysłu, ale także wprowadzi autentyczne zmiany w jakości twojego życia. Co więcej, profesjonalista może sprawić, że skorzystasz na zawiłościach skomplikowanych przepisów podatkowych i emerytalnych.

Ufaj, ale sprawdzaj

Pamiętaj, że artyści oszustw finansowych namawiają cię, abyś im zaufał i abyś w nich zainwestował. Zanim oddasz swoją przyszłość finansową w ręce doradcy, musisz znaleźć kogoś takiego, kto nie tylko robi na tobie dobre wrażenie, ale także jego uczciwość nie budzi najmniejszych wątpliwości. Kiedyś Ronald Reagan powiedział: „Ufaj, ale sprawdzaj". Najpierw pomyśl o ludziach, których najlepiej znasz, i którym najbardziej ufasz. Później zapytaj ich, czy mogą ci polecić doradcę, któremu ufają, i któremu naprawdę warto zapłacić honorarium. Rekomendacja kogoś, komu ufasz, to dobry początek.*

* Wnikliwe omówienie tych kwestii znajdziesz w artykule Waltera Updegrave'a, *Advice on Advice*, *Money*, styczeń 2003, str. 53–55

* Jeśli nie masz referencji od kogoś zaufanego, to możesz poszukać planisty finansowego za pośrednictwem www.napfa.org (albo www.feeonly.org). Ich członkowie są rzetelni i świadczą usługi na wysokim poziomie.

Gdy znasz już nazwisko doradcy, nazwę jego firmy i jego specjalizację – jest maklerem, planistą finansowym, księgowym czy agentem ubezpieczeniowym? – możesz rozpocząć wnikliwsze sprawdzanie. Wpisz nazwisko doradcy oraz nazwę jego firmy do wyszukiwarki internetowej typu Google i zobacz, co ci się wyświetli (zwracaj uwagę na słowa „dobry", „skargi", „proces sądowy", „kroki dyscyplinarne", „zawieszenie"). Jeśli doradca jest maklerem giełdowym lub agentem ubezpieczeniowym, skontaktuj się ze stanowym inspektorem papierów wartościowych (linki znajdziesz na www.nasaa.org) i zapytaj, czy były wobec niego podejmowane kroki dyscyplinarne lub pojawiały się skargi od klientów.* Jeżeli bierzesz pod uwagę księgowego, który jest także doradcą finansowym, stanowa inspekcja księgowych (znajdziesz ją przez National Association of State Boards of Accountancy na www.nasba.org), poinformuje cię, czy ma on czystą kartotekę.

Planiści finansowi (i ich firmy), muszą być zarejestrowani zarówno przez U.S. Securities and Exchange Commission, jak i inspekcje papierów wartościowych w stanie, w którym prowadzą działalność. Podczas rejestracji, doradca musi wypełnić dwuczęściowy dokument o nazwie Formularz ADV. Można go przejrzeć lub ściągnąć z www.advisorinfo.sec.gov, www.iard.com albo ze stron komisji stanowej. Szczególną uwagę zwracaj na rubryki, w które doradca musi wpisać wszystkie podjęte wobec niego działania inspekcji (ponieważ czasami, zanim nieuczciwi doradcy przedstawią ADV potencjalnemu klientowi, usuwają te rubryki, powinieneś na własną rękę postarać się o egzemplarz). Warto też jeszcze raz sprawdzić kartotekę planisty finansowego na www.cfp-board.org, ponieważ bywa, że niektórzy byli karani poza własnym stanem. Więcej podpowiedzi na temat wnikliwego sprawdzania w ramce poniżej:

* Skarga klienta sama w sobie jeszcze nie dyskwalifikuje doradcy. Ale wiele skarg powinno wzbudzić niepokój. Natomiast działania dyscyplinarne podjęte przez inspekcję federalną albo stanową, powinny skłonić do poszukania kogoś innego.

Ku przestrodze

Nawet, gdy już zatrudnisz doradcę, nie wolno rezygnować z ostrożności. Inspektor papierów wartościowych w stanie Maryland, Melanie Senter Lubin, radzi, aby uważać na słowa i zwroty, które mogą oznaczać kłopoty. Jeśli słyszysz je od swojego doradcy – lub jeśli zmusza cię do postępowania w sposób, który ci nie odpowiada – „to natychmiast skontaktuj się z władzami", radzi Lubin. Oto zwroty, które powinny zapalić światełko ostrzegawcze:

„nietypowy"	„ekskluzywny"
„życiowa szansa"	„trzeba zwracać uwagę na wyniki, a nie na prowizję"
„sprawdzony bank"	„nie chcesz być bogaty?"
„gwarantowany"	„na tym nie można stracić "
„one muszą skoczyć w górę"	„w górę nie ma żadnych ograniczeń "
„trzeba się spieszyć"	„nie ma możliwości, aby spadły "
„to rzecz pewna"	„dałbym sobie rękę uciąć, że... "
„nasz prototypowy model komputerowy"	„proszę mi wierzyć "
„kupują to najmądrzejsi"	„transakcje towarowe"
„strategia opcji"	„miesięczne zyski"
„nie ma się co zastanawiać"	„strategia aktywnej alokacji kapitału"
„nie stać cię na to"	„możemy uchronić cię od spadków"
„wyskoczymy ponad przeciętną"	„nikt inny tego nie potrafi"
„będziesz żałować, jeśli..."	

Daj się poznać

Pewien biuletyn finansistów i planistów przebadał niedawno dziesiątki doradców, którzy przedstawili porady, w jaki sposób należy prowadzić z nimi rozmowę próbną.* Prześwietlając doradcę, stawiasz sobie za cel:

- określenie, czy naprawdę zależy mu na pomaganiu klientom, czy tylko udaje,
- ustalenie, czy rozumie fundamentalne zasady inwestowania naszkicowane w tej książce,

* Wydawca i redaktor biuletynu *Inside Information*, Robert Veres, pozwolił na umieszczenie tych odpowiedzi także w naszej książce. Inne listy pytań można znaleźć na www.cfp-board.org i www.napda.org.

- ocenę, czy ma dostateczne wykształcenie, praktykę i doświadczenie, aby ci pomóc.

Oto kilka pytań, które zgodnie z radą prominentnych planistów, potencjalni klienci powinni im zadawać:

Dlaczego zajmuje się pan/pani tym biznesem? Jaką misję ma pana/pani firma? Po co wstaje pan/pani co rano – nie licząc konieczności wyłączenia budzika?

Jaka jest pana/pani filozofia inwestycyjna? Inwestuje pan/pani w akcje albo fundusze? Czy stosuje pan/pani analizę techniczną? Czy polega pan/pani na cyklach giełdowych? (Odpowiedź twierdząca na któreś z dwóch ostatnich pytań, to dla ciebie sygnał ostrzegawczy).

Czy ogranicza się pan/pani tylko do zarządzania aktywami, czy zajmuje się także doradztwem podatkowym, emerytalnym, doradztwem w kwestiach nieruchomości, zarządzaniem budżetem i zadłużeniem albo ubezpieczeniami?*

Jakie typowe potrzeby miewają pana/pani klienci? Jak może mi pan/pani pomóc w osiągnięciu celów? Jak monitoruje pan/pani i relacjonuje moje postępy? Czy ma pan/pani ankietę, którą mogę wykorzystać do kontrolowania, w jaki sposób jest wdrażany plan, który opracujemy?

W jaki sposób wybiera pan/pani inwestycje? Jakie podejście inwestycyjne jest pana/pani zdaniem najskuteczniejsze i czym może mnie pan/pani przekonać, że okazały się skuteczne w przypadku pana/pani klientów? Co pan/pani robi, gdy wyniki inwestycyjne są marne przez cały rok? (Doradcy, który odpowiada „sprzedaję", nie warto zatrudniać).

Czy otrzymując rekomendację jakiejś inwestycji, przyjmuje pan/pani jakiekolwiek wynagrodzenie od strony trzeciej? Dlaczego tak albo dlaczego nie? W jakich okolicznościach? Ile szacunkowo zapłacę za pana/pani usługi w pierwszym roku? Czy później ta kwota wzrośnie, czy zmaleje? (Jeśli opłaty miałyby pochłonąć rocznie więcej niż 1% kapitału, to chyba lepiej poszukać innego doradcy).**

* Zaświadczenia typu CFA, CFP albo CPA świadczą o tym, że doradca przeszedł rygorystyczne kursy (cała reszta „alfabetycznej papki" zaświadczeń przedstawianych przez planistów finansowych, na przykład CFM albo CMFC znaczy tyle co nic). Kontaktując się z instytucją, która wystawia zaświadczenia, możesz też zweryfikować konto doradcy i sprawdzić, czy nie był karany za łamanie przepisów lub zasad etycznych.

** Jeśli masz do zainwestowania mniej niż 100 000 dolarów, to możesz mieć kłopoty ze znalezieniem doradcy, który zgodzi się działać w twoim imieniu. W takim przypadku kup zdywersyfikowany koszyk tanich funduszy indeksowych i przestrzegaj rad zawartych w tej książce, a twój portfel na pewno rozrośnie się do poziomu, na którym będziesz mógł pozwolić sobie na doradcę.

Ilu ma pan/pani klientów, i jak często się pan/pani z nimi kontaktuje? Z jakiego osiągnięcia dla klientów jest pan/pani najbardziej dumny/a? Czym charakteryzują się pana/pani ulubieni klienci? Jakie ma pan/pani najgorsze doświadczenia z klientami i jak pan/pani sobie z tym poradził/a? Od czego zależy, czy klient rozmawia z panem/panią, czy z personelem pomocniczym? Jak długo trwa pana/pani typowa współpraca z klientem?

Czy mogę zobaczyć fragment sprawozdania księgowego? (Jeśli nic z niego nie rozumiesz, poproś doradcę o wyjaśnienia, gdy nie rozumiesz jego wyjaśnień, to nie nadaje się na doradcę dla ciebie).

Czy uważa pan/pani, że odniósł/a pan/pani sukces finansowy? Dlaczego? Jak pan/pani definiuje sukces finansowy?

Jaki średni roczny zysk pana/pani zdaniem jest możliwy z mojej inwestycji? (Odpowiedź powyżej 8%–10% jest nierealistyczna).

Czy może mi pan/pani przedstawić CV, Formularz ADV i referencje od przynajmniej trzech osób? (Jeśli doradca lub jego firma nie dostarczają ADV, mimo wyraźnej prośby, to wstań, i mocno trzymając portfel, wyjdź).

Czy kiedykolwiek były na pana/panią oficjalne skargi? Dlaczego ostatni klient, który pana/panią zwolnił, tak postąpił?

Pokonać najgorszego wroga

Na koniec zapamiętaj sobie, że wybitni doradcy finansowi nie rodzą się na kamieniu. Często najlepsi z nich mają tylu klientów, ilu są w stanie obsłużyć i zgodzą się przyjąć jeszcze ciebie tylko wtedy, gdy wydasz się im odpowiednim klientem. Dlatego mogą ci zadać kilka szczerych pytań. Na przykład:

Dlaczego potrzebuje pan doradcy finansowego?

Jakie ma pan cele na przyszłość?

Co pana najbardziej denerwowało w kontaktach z innymi doradcami (także ze sobą)?

Czy ma pan budżet? Czy nie żyje pan ponad stan? Jaki procent dochodów wydaje pan każdego roku?

Co w minionym roku powinienem osiągnąć dla pana, aby był pan zadowolony?

W jaki sposób radzi pan sobie z konfliktami i nieporozumieniami?

Jak zareagował pan na bessę, która zaczęła się w 2002 roku?

Czego najbardziej boi się pan, jeśli chodzi o finanse? Jakie są pańskie najśmielsze oczekiwania finansowe?

Jaką stopę zwrotu ze swojej inwestycji, uznałby pan za rozsądną? (Swoją odpowiedź oprzyj na informacjach z Rozdziału 3.).

Doradca, który nie zadaje takich pytań – i nie wykazuje na tyle zainteresowania, żeby intuicyjnie wyczuć, o co jeszcze cię zapytać – to zły wybór.

Przede wszystkim chodzi o to, aby zaufać doradcy na tyle, byś pozwolił mu chronić się przed swoim największym wrogiem – sobą samym. „Doradcę zatrudnia się nie po to" – twierdzi komentator Nick Murray – „aby zarządzał pieniędzmi, lecz aby zarządzał tobą".

„Jeśli doradca stanowi linię obrony między tobą, a twoimi najgorszymi impulsywnymi skłonnościami" – mówi analityk finansowy Robert Veres – „to powinien dysponować systemami, które pomogą wam nad nimi zapanować". Do systemów tych należą:

- **szczegółowy plan finansowy**, który uwzględnia zarobki, oszczędności, wydatki, pożyczki i inwestycje,
- **deklaracja polityki inwestycyjnej**, która zawiera twoje fundamentalne podejście do inwestowania,
- **plan alokacji aktywów**, który precyzuje, ile pieniędzy będziesz trzymał w różnych instrumentach inwestycyjnych.

Dobre decyzje finansowe, muszą opierać się na pewnych fundamentach, które powinny zostać położone wspólnie przez inwestora i doradcę. Nie wolno ci zainwestować nawet dolara ani podjąć żadnej decyzji, jeśli te fundamenty cię nie satysfakcjonują i nie są zgodne z twoimi pragnieniami.

ROZDZIAŁ **11**

Analiza papierów wartościowych dla laika – podejście ogólne

Obecnie, zajmowanie się sporządzaniem analiz finansowych uchodzi za pełnoprawną i perspektywiczną profesję, a przynajmniej „pół profesję". Różne towarzystwa analityków, zrzeszonych w National Federation of Financial Analysts, liczą już w sumie ponad 13 000 członków, z których większość, dzięki tej działalności zarabia na życie. Mają swoje podręczniki, kodeks etyczny i kwartalnik.* Mają też wiele wspólnych, nierozwiązanych problemów. W ostatnich latach pojawiła się tendencja do zastępowania generalnej „analizy papierów wartościowych" „analizą finansową". To drugie określenie ma szersze znaczenie, pasuje do zakresu pracy starszych analityków z Wall Street. Lepiej ograniczyć rozumienie analizy papierów wartościowych do badań oraz ocen akcji i obligacji, natomiast do analizy finansowej zaliczać ponadto opracowywanie polityki inwestycyjnej (dobór portfela) i pewien zakres ogólnej analizy gospodarczej.[1] W tym rozdziale użyjemy takiego określenia, które będzie akurat lepiej pasować (do przedstawianej sprawy), ale nacisk położymy na analizę papierów wartościowych.

Analityk papierów wartościowych zajmuje się przeszłością, teraźniejszością i przyszłością określonych akcji albo obligacji. Opisuje działalność spółki, podsumowuje jej wyniki i pozycję finansową, wskazuje mocne i słabe strony, jej możliwości, związane z firmą ryzyko, szacuje potencjalny zysk przy różnych założeniach. Opracowuje złożone porównania różnych spółek albo jednej spółki w poszczególnych okresach działalności. Wyraża też swoją opinię na temat bezpieczeństwa jej papierów – w przypadku obligacji i akcji uprzywilejowanych, a w przypadku akcji zwykłych wypowiada się w kwestii atrakcyjności ich zakupu.

* National Federation of Financial Analyst nazywa się obecnie Association for Investment Manegement and Research. Ich kwartalnik, *Financial Analysts Journal*, wychodzi teraz co miesiąc.

Stosuje cały szereg technik – od najbardziej elementarnych do niezwykle skomplikowanych. Może znacznie modyfikować dane z rocznego sprawozdania spółki, chociaż nosi ono *imprimatur* koncesjonowanego księgowego. Szuka w tych raportach szczególnie tego, co może mieć inne znaczenie, niż wydaje się na pierwszy rzut oka.

Analityk papierów wartościowych opracowuje i stosuje normy bezpieczeństwa, na podstawie których możemy wysnuwać wnioski, czy dane obligacje albo akcje uprzywilejowane są na tyle rzetelne, aby w nie zainwestować. Normy te odnoszą się przede wszystkim do dotychczasowych średnich zysków, ale biorą pod uwagę także strukturę kapitału, kapitał obrotowy, wartość aktywów i inne czynniki.

Do tej pory, w odniesieniu do akcji zwykłych, analityk papierów wartościowych rzadko dysponował standardami wartości, zdefiniowanymi tak dobrze, jak w przypadku standardów bezpieczeństwa obligacji i akcji uprzywilejowanych. Przeważnie zadowalał się podsumowaniem dotychczasowych wyników, mniej lub bardziej ogólną analizą na przyszłość – ze szczególnym uwzględnieniem najbliższych 12 miesięcy – oraz dość arbitralnym wnioskiem. Ten ostatni często był – i nadal jest – wyciągany częściowo na podstawie notowań i wykresów giełdowych. Ale w kilku ostatnich latach, praktykujący analitycy wiele uwagi poświęcili problemom oceny wzrostu wartości akcji. Wiele z nich sprzedawano po cenach tak wygórowanych w relacji do byłych i obecnych zysków, że osoby, które je rekomendowały, czuły się w obowiązku uzasadniać ich zakup szczegółowymi prognozami spodziewanych zysków, nawet w dalekiej przyszłości. Opracowywane oceny, wspierano niesłychanie skomplikowanymi technikami matematycznymi.

Tymi technikami, w skróconej wersji, zajmiemy się nieco później. Tutaj musimy zwrócić uwagę na pewien kłopotliwy paradoks, a mianowicie, że matematyczne wyceny najbardziej sprawdzają się tam, gdzie można je uznać za najmniej wiarygodne. Ponieważ im bardziej wycena zależy od przewidywań na przyszłość – a mniej jest związana z danymi prezentowanymi przez dawne wyniki – tym bardziej staje się podatna na pomyłki i poważne błędy. Duża część wartości, stosowanych przy wyliczaniu wzrostu akcji, pochodzi z przewidywań na przyszłość, które znacznie różnią się od wyników dotychczasowych – wyjątkiem jest chyba tylko sam wskaźnik wzrostu. Można zatem powiedzieć, że dzisiaj analitycy papierów wartościowych są zmuszani do bycia matematykami i „naukowcami" w sytuacjach, które nie poddają się ścisłym wyliczeniom.*

Wracajmy jednak do omawiania ważniejszych elementów i technik analizy papierów wartościowych. Ten skondensowany opis jest przeznaczony dla inwestora nieprofesjonalnego. Powinien on rozumieć, o czym mówi analityk i do czego zmierza. Poza tym, powinien, w miarę możliwości, umieć odróżnić analizę rzetelną od nieprofesjonalnej.

Analiza papierów wartościowych dla inwestora laika, zaczyna się od interpretacji rocznego sprawozdania finansowego spółki. Tematem tym zajęliśmy się w osobnej książce *The Interpretation of Financial Statements*.[2] Nie uznajemy za konieczne poruszania tych kwestii jeszcze raz w tym rozdziale, zwłaszcza, że niniejsza książka kładzie nacisk raczej na reguły i metody niż na informacje i opisy. Pozwolimy więc sobie przejść do dwóch zasadniczych pytań stojących za doborem inwestycji. Jakie są podstawowe próby sprawdzające bezpieczeństwo obligacji spółek i akcji uprzywilejowanych? Jakie najważniejsze czynniki składają się na ocenę akcji zwykłych?

Analiza obligacji

Najbardziej wiarygodna i dlatego najbardziej rzetelna gałąź analizy papierów wartościowych, zajmuje się bezpieczeństwem, czyli jakością obligacji i oceną inwestycyjną akcji uprzywilejowanych. Podstawowe kryterium opisujące obligacje spółek, brzmi – ile razy całkowite koszty odsetek zostały pokryte przez zyski, osiągane na przestrzeni kilku lat w przeszłości. A w przypadku akcji uprzywilejowanych – ile razy zostały pokryte, razem wzięte, oprocentowanie obligacji i dywidendy od akcji uprzywilejowanych.

* Im wyższy wskaźnik wzrostu przewidujesz i im dalej w przyszłość sięgają twoje prognozy, tym stają się bardziej wrażliwe na najmniejsze nawet błędy. Jeśli na przykład szacujesz, że firma zarabiająca 1 dolara na akcję, przez najbliższych 15 lat będzie zwiększać swoje zyski o 15% rocznie, to w końcu jej zyski wyniosą 8,14 dolara na akcję. Gdyby giełda wyceniła wartość spółki na 35 razy powyżej zysków, na koniec tego okresu akcje kosztowałyby 285 dolarów za sztukę. Jednak, gdyby zyski rosły nie o 15% lecz o 14%, to pod koniec okresu, firma zarabiałaby 7,14 dolara na akcję, a inwestorzy, wstrząśnięci zyskami mniejszymi niż szacowane, nie chcieliby płacić 35 razy większej ceny. A zatem, gdyby była wyższa tylko 20 razy, wyniosłaby 140 dolarów za akcję, czyli o ponad 50% mniej. Ponieważ zaawansowana matematyka, nadaje z natury niedokładnemu procesowi przewidywania przyszłości, pozory precyzji, inwestorzy muszą z ogromnym sceptycyzmem odnosić się do skomplikowanych wyliczeń, które rzekomo stanowią odpowiedź na podstawowe problemy finansowe. Graham przedstawił to następująco: „Przez 44 lata badań i doświadczeń na Wall Street, nie spotkałem się z wykraczającymi poza prostą algebrę i arytmetykę, wiarygodnymi kalkulacjami dotyczącymi wartości akcji ani opartej na nich polityki inwestycyjnej. Zawszę, gdy w grę wchodzą skomplikowane kalkulacje albo zaawansowana algebra, trzeba je traktować jako sygnał ostrzegawczy, że oto ktoś próbuje brak doświadczenia nadrabiać teorią, a zazwyczaj także spekulacjom nadawać pozory inwestycji." (patrz str. 516).

Tabela 11.1. Zalecane minimum „pokrycia" dla obligacji i akcji uprzywilejowanych

A. Obligacje inwestycyjne				
Minimalna stopa zysku do sumy stałych opłat				
typ przedsiębiorstwa	przed opodatkowaniem		po opodatkowaniu	
	średnia z ostatnich siedmiu lat	alternatywa: pomiar na podstawie „najsłabszego roku"	średnia z ostatnich siedmiu lat	alternatywa: pomiar na podstawie „najsłabszego roku"
Przedsiębiorstwo użyteczności publicznej	4 razy	3 razy	2,65 razy	2,10 razy
Koleje	5	4	3,20	2,65
Przemysł	7	5	4,30	3,20
Koncern detaliczny	5	4	3,20	2,65
B. Uprzywilejowane akcje inwestycyjne				
Takie same sumy minimalnych liczb, jak podane powyżej, można przedstawić jako wskaźnik zysków przed opodatkowaniem sumy opłat, plus dwukrotność dywidendy z akcji uprzywilejowanej. Wyjaśnienie: Na uwzględnianie dwukrotności dywidendy z akcji uprzywilejowanych pozwala fakt, że dywidendy z akcji uprzywilejowanych nie odejmuje się od podatku dochodowego, od którego odejmuje się opłaty.				
C. Inne kategorie obligacji i akcji uprzywilejowanych				
Podanych wyżej standardów nie odnosi się do: właścicieli przedsiębiorstw użyteczności publicznej, przedsiębiorstw finansowych i firm zajmujących się nieruchomościami. Wymogi tych specjalnych kategorii zostały tutaj pominięte.				

Dokładne standardy różnią się w zależności od opinii autorytetów. Ponieważ próby te są od samego początku arbitralne, nie ma możliwości precyzyjniejszego wyznaczenia odpowiednich kryteriów. W poprawionym wydaniu, z 1961 roku, książki *Security Analysis*, zalecamy pewne standardy „pokrycia" przedstawione w Tabeli 11.1.*

Nasza podstawowa próba, opiera się tylko na przeciętnych zyskach w ciągu kilku lat. Inni specjaliści wymagają także, aby ukazane było minimalne pokrycie w każdym uwzględnianym roku. My przyjmujemy, że alternatywę dla próby siedmioletniej stanowi próba „najgorszego roku".

Można wyrazić pogląd, że znaczny wzrost oprocentowania obligacji od 1961 roku, uzasadnia redukcję wysokości wymaganego pokrycia. Oczywi-

* W 1972 roku, inwestujący w obligacje spółek nie miał wyboru, musiał sam układać swój portfel. Obecnie, w takie obligacje inwestuje około 500 funduszy wzajemnych, które tworzą wygodne i dobrze zdywersyfikowane pakiety papierów. Jeśli ktoś nie ma co najmniej 100 000 dolarów, nie może liczyć na samodzielne ułożenie zdywersyfikowanego portfela obligacji, zwykły inteligentny inwestor najlepiej zrobi, jeśli kupi tanie jednostki funduszu obligacji i męczącą pracę nad analizą wiarygodności, zostawi menedżerom. Więcej na temat funduszy obligacji znajdziesz w Rozdziale 4.

ście, spółce przemysłowej byłoby dużo trudniej wykazać siedmiokrotne pokrycie kosztów odsetek przy 8% niż przy $4^1/_2$%. Obecnie, aby wyjść naprzeciw zmienionej sytuacji, proponujemy alternatywny wymóg dotyczący procentu zysków do całej sumy zadłużenia. W przypadku spółki przemysłowej, liczba ta mogłaby wynieść 33% przed opodatkowaniem, w przypadku przedsiębiorstwa użyteczności publicznej – 20%, w przypadku przedsiębiorstwa kolejowego – 25%. Trzeba tutaj pamiętać, że wskaźnik sum rzeczywiście wypłacanych przez większość spółek z całkowitego zadłużenia, wynosi znacznie mniej niż obecne 8%, ponieważ na ich korzyść działają starsze obligacje oprocentowane niżej. Wymóg „najgorszego roku", można umieścić na poziomie dwóch trzecich wymogu siedmioletniego.

Obok próby pokrycia zysków, powszechnie stosuje się jeszcze kilka innych. Wśród nich następujące:

1. *Wielkość przedsiębiorstwa.* Istnieje pewien standard dotyczący minimum obrotów przedsiębiorstwa – różnego dla przemysłu, użyteczności publicznej i kolei – albo minimalnej liczby ludności w przypadku miast.
2. *Wskaźnik akcje/zadłużenie.* To stosunek ceny rynkowej akcji-juniorek* do całkowitej sumy nominalnej zadłużenia lub zadłużenie plus akcje uprzywilejowane. Jest to pewien miernik zabezpieczenia albo „poduszki", w postaci juniorek, które muszą brać na siebie wszelkie ewentualne niepowodzenia. Czynnik ten, zawiera giełdową wycenę perspektyw danego przedsiębiorstwa.
3. *Wartość majątku.* Dawniej wyceniana lub wykazywana w zestawieniu bilansowym wartość aktywów, stanowiła najważniejsze zabezpieczenie emitowanych obligacji. Doświadczenie pokazało, że w większości przypadków, bezpieczeństwo wynika z potencjału zysków i jeśli go brakuje, aktywa tracą większość swojej wartości. Mimo to, ocena wartości nadal jest ważnym testem bezpieczeństwa obligacji oraz akcji uprzywilejowanych w trzech rodzajach przedsiębiorstw: użyteczności publicznej (bo rentowność może w dużej mierze zależeć od majątku), firmach zajmujących się nieruchomościami i firmach inwestycyjnych.

W tym momencie czujny inwestor powinien zapytać: „Na ile można polegać na testach bezpieczeństwa, które oceniają przeszłe i bieżące wyniki,

* Termin „akcje-juniorki", oznacza u Grahama akcje zwykłe. Akcje uprzywilejowane uznawane są za „seniorki", ponieważ firma musi najpierw wypłacić dywidendy z akcji uprzywilejowanych, a dopiero potem z akcji zwykłych.

wiedząc, że wypłata odsetek i zasadnicza wartość inwestycji zależą od tego, co przyniesie przyszłość?". Odpowiedź można znaleźć tylko opierając się na doświadczeniu. Dzieje inwestycji pokazują, że obligacje i akcje uprzywilejowane, które przeszły ostre próby bezpieczeństwa w oparciu o przeszłość, w przyszłości, w zdecydowanej większości przypadków, z powodzeniem stawiały czoła zmiennym kolejom losu. Wyraźnie widać to na szerokim polu obligacji kolejowych, na którym bankructwa i poważne straty zdarzają się z przerażającą częstotliwością. Niemal w każdym przypadku koleje, które popadały w tarapaty, przez długi okres wypuszczały za dużo obligacji, wykazywały za małe pokrycie wobec stałych obciążeń i w końcu były odrzucane przez inwestorów, którzy poddali je ostrym próbom bezpieczeństwa. I odwrotnie – prawie każde przedsiębiorstwo kolejowe, jeśli przeszło takie testy, umiało wywinąć się z kłopotów finansowych. Nasze opinie wyraźnie potwierdza finansowa historia wielu przedsiębiorstw kolejowych, które przeszły reorganizację w latach 40. i 50. Wszystkie – z jednym wyjątkiem – zaczynały karierę ze stałymi obciążeniami zredukowanymi do poziomu, na którym wymóg bieżącego pokrycia, dla stałego oprocentowania, był wysoki, a przynajmniej dość znaczny. Ów wyjątek to New Haven Railroad, które w roku 1947 – roku swej reorganizacji, miało zyski tylko 1,1 razy wyższe od swoich nowych obciążeń. W konsekwencji, gdy inne przedsiębiorstwa kolejowe zdołały przetrwać trudne czasy bez kłopotów z wypłacalnością, New Haven w 1961 roku dostało się pod zarząd syndyka masy upadłościowej (po raz trzeci).

W Rozdziale 17. omawiamy pewne aspekty bankructwa Penn Central Railroad, które w 1970 roku wstrząsnęło finansjerą. W tym przypadku, kluczowy był fakt, że pokrycie stałych zobowiązań już w 1965 roku, nie spełniało konserwatywnych standardów. Dlatego roztropny inwestor unikał lub pozbywał się ich obligacji, na długo przed upadkiem finansowym.

Nasze spostrzeżenia w kwestii przydatności przeszłych wyników przy ocenie przyszłego bezpieczeństwa, odnoszą się, i to w jeszcze większym stopniu, do przedsiębiorstw użyteczności publicznej, które stanowią najważniejszy obszar dla inwestycji w obligacje. Ustanowienie przymusowego zarządu masy upadłościowej, solidnie finansowanego przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, jest prawie niemożliwe. Odkąd powołano Securities and Exchange Commission*, i po upadkach większości holdingów takich firm, finanse przedsiębiorstw użyteczności publicznej zostały uzdrowione, a bankructwa stały się czymś zupełnie nieznanym. W latach 30., finansowe kłopoty przedsiębiorstw gazowniczych i energetycznych, niemal w stu procentach można przypisać ekscesom finansowym i błędnemu zarządzaniu, co wywarło wyraźny wpływ na struktury kapitałowe tych instytucji. Proste, lecz ostre testy bezpieczeństwa, ostrzegłyby inwestorów przed emisjami papierów, które później stały się niespłacalne.

* Po tym, jak inwestorzy w latach 1929–1932 stracili miliardy dolarów, na udziałach w nierozważnie łączonych przedsiębiorstwach użyteczności publicznej, kongres upoważnił komisję do regulowania emisji akcji takich firm, za pomocą ustawy o publicznych przedsiębiorstwach z 1935 roku.

Różne emisje obligacji przemysłowych miały rozmaite dzieje. Chociaż sektor przemysłowy, jako całość, wykazywał lepszy wzrost potencjału zysków niż koleje lub przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, poszczególne branże i przedsiębiorstwa osiągały znacznie mniejszą stabilność. Dawniej istniały więc przekonujące powody, aby ograniczać zakupy obligacji i akcji uprzywilejowanych, emitowanych przez firmy przemysłowe, do takich spółek, które nie tylko były większe, ale także w przeszłości wykazywały się umiejętnością utrzymania stabilizacji w okresach poważnej recesji.

Po 1950 roku, niewiele obligacji przemysłowych okazało się niewypłacalnych, ale częściowo należy to przypisywać temu, że przed długi okres nie dochodziło do recesji. Od 1966 roku, sytuacja finansowa wielu spółek zaczęła się pogarszać. Znaczna część trudności wynikała z prowadzenia nierozsądnej ekspansji. Z jednej strony, powodowało to powiększenie kredytów bankowych i długoterminowego zadłużenia, z drugiej – często zamiast spodziewanego zysku, notowano stratę. Według wyliczeń z początku 1971 roku, w ostatnich siedmiu latach wypłaty oprocentowania wszystkich firm nie finansowych, wzrosły z 9,8 mld dolarów w 1963 roku do 26,1 mld dolarów w 1970 roku. Wypłaty te pochłonęły w 1970 roku 29% sumy zysków sprzed wypłaty odsetek i zapłacenia podatków, a w 1963 roku tylko 16%.[3] Oczywiście, w niektórych pojedynczych firmach, obciążenie wzrosło jeszcze bardziej. Na porządku dziennym były przedsiębiorstwa, które wypuściły za wiele obligacji. Nie ma żadnych powodów, aby powstrzymywać się od ostrzeżenia zawartego w wydaniu z 1965 roku:

> Nie jesteśmy skłonni sugerować inwestorowi, aby liczył na to, że korzystna sytuacja będzie trwała w nieskończoność i dlatego może złagodzić standardy doboru obligacji tak przemysłowych, jak i każdego innego sektora.

Analiza akcji zwykłych

Idealna analiza akcji zwykłych sprowadza się do wyceny, którą można porównać do bieżącej ceny i określić, czy dany papier jest na tyle atrakcyjny, że warto go kupić. Z kolei wycena, powinna być wyprowadzona z oszacowania średnich zysków na przestrzeni kilku lat w przyszłości, a potem przemnożona przez odpowiedni „czynnik kapitalizacji".

Obecna procedura szacowania przyszłego potencjału zysków, zaczyna się od pochodzących z przeszłości danych o obrocie, uzyskiwanych cenach i marży zysku przedsiębiorstwa. Wtedy, na podstawie założeń o wielkości zmiany obrotów i poziomu ceny, projektuje się przyszły obrót liczony w dolarach. Te zaś wyliczenia, opierają się na ogólnych prognozach gospodarczych odnośnie produktu krajowego brutto oraz na specjalnych przeliczeniach dopasowanych do branży albo rozpatrywanego przedsiębiorstwa.

Ilustracją tej metody wyceny może być przykład z wydania z 1965 roku, uaktualniony o późniejsze dane. Wiodący serwis inwestycyjny Value Line, dokonuje prognoz przyszłych zysków i dywidend za pomocą opisanej wyżej procedury, a potem wyprowadza liczbę „potencjału cenowego" (czyli projektowanej wartości rynkowej), stosując pewien wzór wyceny każdej emisji, w oparciu, przede wszystkim, o pewne relacje z przeszłości. W Tabeli 11.2. przedstawiamy prognozy na lata 1967–1969, sporządzone w czerwcu 1964 roku i porównujemy je z zyskami oraz średnią ceną rynkową z 1968 roku (która odpowiada mniej więcej cenie za okres 1967–1969).

Prognozy dla wielu spółek jednocześnie nie wypadają najgorzej. Podobne przewidywania robione sześć lat wcześniej, podeszły do zysków i dywidend zbyt optymistycznie. Ale wyrównało to zastosowanie niskiego mnożnika i dlatego liczba „potencjału cenowego" wypadła na mniej więcej tym samym poziomie, co faktyczna średnia cena w 1963 roku.

Czytelnik zwróci uwagę, że sporo poszczególnych prognoz było mniej precyzyjnych. To potwierdza nasz ogólny pogląd, że na szacunkach dla grup przedsiębiorstw można polegać bardziej niż na szacunkach dla pojedynczych firm. Być może idealnym rozwiązaniem byłoby, gdyby analityk wybierał trzy lub cztery firmy, których przyszłość – jak mu się wydaje – zna najlepiej, i swoje oraz klientów zainteresowanie, koncentrował na prognozach właśnie dla nich. Niestety, wydaje się, że nie da się wcześniej odróżnić, na których indywidualnych prognozach można polegać, a które obciążone są dużym prawdopodobieństwem błędu. Oto zasadniczy powód, dla którego fundusze inwestycyjne stosują szeroką dywersyfikację. Niewątpliwie, lepiej koncentrować się na akcjach jednej spółki, o których wiadomo, że okażą

Tabela 11.2. Dow Jones Industrial Average (prognozy Value Line na lata 1967–1969, sporządzone w połowie 1964 roku, porównane z rzeczywistymi wynikami z 1968 roku)

	Zyski (w dol.)		Cena z 30 czerwca 1964	Cena przewidywana 1967–1969	Średnia cena 1968[a]
	prognozowane 1967–1969	rzeczywiste 1968[a]			
Allied Chemical	3,70	1,46	54½	67	368
Aluminum Corp. of Am.	3,85	4,75	71½	85	79
American Can	3,50	4,25	47	57	48
American Tel.&Tel.	4,00	3,75	73½	68	53
American Tobacco	3,00	4,38	51½	33	37
Anaconda	6,00	8,12	44½	70	106
Bethlehem Steel	3,25	3,55	36½	45	31
Chrysler	4,75	6,23	48½	45	60
Du Pont	8,50	7,82	253	240	163
Eastman Kodak	5,00	9,32	133	100	320
General Electric	4,50	3,95	80	90	908
General Foods	4,70	4,16	88	71	848
General Motors	6,25	6,02	88	78	818
Goodyear Tire	3,25	4,12	43	43	54
Internat. Harvester	5,75	5,38	82	63	69
Internat. Nickel	5,20	3,86	79	83	76
Internat. Paper	2,25	2,04	32	36	33
Johns Manville	4,00	4,78	57½	54	718
Owens-Ill. Glass	5,25	6,20	99	100	1258
Procter & Gamble	4,20	4,30	83	70	91
Sears Roebuck	4,70	5,46	118	78	1228
Standard Oil of Cal.	5,25	5,59	64½	60	67
Standard Oil of N.J.	6,00	5,94	87	73	76
Swift & Co.	3,85	3,41[b]	54	50	57
Texaco	5,50	6,04	79½	70	81
Union Carbide	7,35	5,20	126½	165	90
United Aircraft	4,00	7,65	49½	50	106
U.S. Steel	4,50	4,69	57½	60	42
Westinghouse Elec.	3,25	3,49	30½	50	69
Woolworth	2,25	2,29	29½	32	298
Razem	138,25	149,20	2222	2186	2450
DJIA (razem 2,67%)	52,00	56,00	832	820	918[c]
DJIA rzeczywisty 1968	57,89				906[c]
DJIA rzeczywisty 1967–1969	56,26				

[a] Dostosowywany do podziałów akcji od 1964 roku.
[b] Średnia w latach 1967–1969.
[c] Różnica spowodowana zmianą podzielnika.

się wysoce zyskowne, niż na niejednoznacznych wynikach dla uśrednionych danych, tylko dla dobra dywersyfikacji.[4] Ale tak się nie da, bo na takich danych nie można polegać. A szeroka dywersyfikacja, sama w sobie, cieszy się na Wall Street dostateczną reputacją.*

Czynniki wpływające na stopę kapitalizacji

Chociaż średnie przyszłe zyski uchodzą za najważniejszy wyznacznik wartości, analitycy biorą pod uwagę także inne czynniki natury mniej lub bardziej sprecyzowanej. Większość z nich, rozpatruje stopę kapitalizacji, która w zależności od „jakości" akcji, może znacznie się różnić. A zatem, dwie spółki mogą mieć taką samą spodziewaną wartość zysków na akcje w latach 1975–1973, czyli, powiedzmy, 4 dolary – jednak analitycy jednej przyznają wartość tylko 40, a drugiej aż 100. Pozwolimy sobie teraz na krótkie rozpatrzenie czynników, wpływających na rozbieżności mnożników.

1. *Ogólne perspektywy długoterminowe.* O tym, co wydarzy się w odległej przyszłości, nie wie nikt, ale analitycy i inwestorzy niekoniecznie podzielają ten pogląd. Ich opinie stanowią odzwierciedlenie znacznych różnic między wskaźnikami cena/zysk poszczególnych spółek i całych grup branżowych. Przytoczymy tu fragment z wydania z 1965 roku:

> W 1963 roku, spółki chemiczne z DJIA, były sprzedawane po znacznie wyższym mnożniku niż spółki naftowe, co oznaczało znacznie lepsze prognozy dla tych pierwszych niż dla drugich. Często, te wywoływane przez giełdę różnice, mają silne uzasadnienie, ale jeśli opierają się przede wszystkim na dotychczasowej działalności, to równie dobrze mogą być słuszne, jak i niesłuszne.

* W ostatnich latach, większość funduszy wzajemnych, prawie mechanicznie naśladowało indeks Standard & Poor's 500, żeby ich rentowność nie różniła się znacznie od indeksowej. Zapanował też odwrotny trend wśród niektórych firm prowadzących fundusze. Zakładały one portfele, zawierające od 25% do 50% akcji, które menedżerowie nazywali swoimi „najlepszymi pomysłami". W efekcie, inwestorzy zaczynali się zastanawiać, czy pozostałe fundusze prowadzone przez tych samych menedżerów składają się z „najgorszych pomysłów". Zważywszy jednak, że większość funduszy „najlepszych pomysłów", nie przekraczała zbytnio średniej rynkowej, inwestorzy mieli też prawo zastanawiać się, czy w ogóle pomysły menedżerów nie są warte funta kłaków. Dla bezdyskusyjnie utalentowanych inwestorów w rodzaju Warrena Buffetta, szeroka dywersyfikacja byłaby głupotą, ponieważ rozmyłaby skoncentrowaną siłę kilku wspaniałych pomysłów. Ale dla typowego menedżera funduszu oraz indywidualnego inwestora, brak dywersyfikacji byłby głupotą, ponieważ wybór kilku akcji najlepszych i pominięcie najgorszych, jest niesłychanie trudne. Im więcej masz akcji, tym szkody poczynione przez nieudane inwestycje stają się mniejsze i rośnie prawdopodobieństwo, że w twoim portfelu znajdą się akcje najwybitniejsze. Dla większości inwestorów, najlepszym wyjściem jest fundusz indeksowy akcji, czyli tani sposób na wejście w posiadanie wszystkich wartych tego akcji.

Tabela 11.3. Wyniki spółek chemicznych i naftowych z DJIA – rok 1970 a rok 1964

	1963			1970		
	cena na zamknięcie	zysk na akcję	wskaźnik cena/zysk	cena na zamknięcie	zysk na akcję	wskaźnik cena/zysk
Spółki chemiczne:						
Allied Chemical	55	2,77	19,8×	24½	1,56	15,5×
Du Pont[a]	77	6,55	23,5	133½	6,76	19,8
Union Carbide[b]	60½	2,66	22,7	40	2,60	15,4
			25,3 śr.			
Spółki naftowe:						
Standard Oil of Cal.	59½	4,50	13,2×	54½	5,36	10,2×
Standard Oil of N.J.	76	4,74	16,0	73½	5,90	12,4
Texaco[b]	35	2,15	16,3	35	3,02	11,6
			15,3 śr.			

[a] 1963 dane dopasowane do podziału akcji General Motors.
[b] 1963 dane dopasowane do kolejnych podziałów.

Przytaczamy tutaj, w Tabeli 11.3., dane z końca 1963 roku, na temat zaliczanych do DJIA spółek chemicznych i naftowych, a potem śledzimy ich wyniki aż do końca 1970 roku. Zobaczymy, że przedsiębiorstwa chemiczne, mimo wysokich mnożników w okresie po 1963 roku, praktycznie nie osiągnęły wzrostu zysków. Przedsiębiorstwa naftowe radziły sobie znacznie lepiej niż przedsiębiorstwa chemiczne, mniej więcej na poziomie wzrostu przypisywanego im we wskaźnikach z 1963 roku.[5] W ten sposób przykład naszej spółki chemicznej udowodnił, że wysoki poziom mnożnika był błędnym uzasadnieniem.*

2. *Zarząd.* Na Wall Street stale mówi się na ten temat, ale w gruncie rzeczy niewiele z tego wynika. Dopóki nie zostaną opracowane i wdrożone rzetelne, ilościowe testy kompetencji zarządu, czynnik ten pozostanie niejasny. Można zakładać, że spółka odnosząca wybitne sukcesy, ma niezwykle dobry zarząd. To ujawniło się już w wynikach z przeszłości, znajdzie odzwier-

* Uwagi Grahama na temat spółek chemicznych i naftowych w latach sześćdziesiątych, odnoszą się niemal do każdej branży i każdego okresu. Zgodnie przyjmowany na Wall Street, pogląd na przyszłość jakiegoś sektora, okazuje się zazwyczaj albo zbyt optymistyczny, albo zbyt pesymistyczny. Co gorsza, pogląd ten jest różowy, gdy ceny akcji są maksymalnie wygórowane i robi się ponury, gdy akcje maksymalnie tanieją. Bardziej aktualny przykład to, oczywiście, spółki technologiczne i telekomunikacyjne, które w 1999 roku i na początku 2000 roku, osiągały rekordowe wyniki, a potem aż do 2002 roku spadały na złamanie karku. Historia pokazuje, że eksperci z Wall Street zajmujący się prognozami, równie nietrafnie przewidują wyniki: rynku jako całości, sektorów branżowych i poszczególnych akcji. Tak jak pokazuje Graham, prawdopodobieństwo, że inwestorzy indywidualni poradziliby sobie lepiej, wcale nie jest większe. Inteligentny inwestor doskonali się w podejmowaniu decyzji, które nie zależą od niczyich prognoz, również jego samego (patrz: Rozdział 8.).

ciedlenie w szacunkach na kolejnych pięć lat i w omawianych poprzednio prognozach długoterminowych. Skłonność do tego, aby za każdym razem uważać dobry zarząd za czynnik, który należy brać pod uwagę, może prowadzić do kosztownego zawyżenia wartości. Naszym zdaniem, kwestia zarządu ważna jest tylko wtedy, gdy niedawno nastąpiła zmiana, która nie znalazła jeszcze odzwierciedlenia w bieżących danych.

Dwa tego rodzaju spektakularne przykłady, mają związek z Chrysler Motor Corporation. Pierwszy miał miejsce jeszcze w 1921 roku, gdy Walter Chrysler przejął prawie konającą Maxwell Motors i w ciągu kilku lat zrobił z niej duże, dochodowe przedsiębiorstwo, chociaż inne firmy motoryzacyjne zostały wyparte z rynku. Drugi to wydarzenia z 1962 roku, gdy Chrysler spadł ze swej niegdyś wysokiej pozycji, a jego akcje sprzedawały się najtaniej od wielu lat. Wtedy wodze przejęli nowi udziałowcy, związani z Consolidation Coal. Zyski rosły od 1,24 dolara na akcję w 1961 roku, do równowartości 17 dolarów w 1963 roku, a cena, z minimum w 1962 roku na poziomie 38$^1/_2$, do równowartości niemal 200 w tym samym roku.[6]

3. *Kondycja finansowa i struktura kapitałowa*. Akcje spółki nie wybijające się ponad przeciętność oraz z dużą nadwyżką gotówki, to znacznie lepszy nabytek (przy tej samej cenie) niż udziały w spółce o takich samych zyskach na akcje, ale obciążonych dużymi kredytami bankowymi i akcjami senioralnymi.

Niekoniecznie jednak niewielka liczba obligacji albo akcji preferowanych, musi być czymś złym, podobnie jak umiarkowane korzystanie z kredytów bankowych (nawiasem mówiąc, taka struktura, w której akcji zwykłych jest z w stosunku do akcji uprzywilejowanych i obligacji zbyt mało, w sprzyjających warunkach może umożliwić ogromny zysk spekulacyjny na akcjach zwykłych. Taki czynnik nazywa się „dźwignią").

4. *Historia wypłacania dywidend*. Jeden z najbardziej przekonujących testów wysokiej jakości, to sprawdzenie regularności wypłacania dywidend na przestrzeni wielu lat. Naszym zdaniem, ważnym czynnikiem działającym na plus danej spółki, jest nieprzerwana wypłata dywidendy przez minimum 20 lat. Właściwie, można by nawet zalecić inwestorowi defensywnemu, aby ograniczał się do spółek, które przejdą ten test.

5. *Obecna stopa dywidendy*. Trudno przedstawić, w satysfakcjonujący sposób, ten ostatni czynnik na naszej liście. Na szczęście, większość firm prowadzi coś, co można nazwać znormalizowaną polityką wypłacania dywidendy. Polega ona na rozdysponowaniu około dwóch trzecich średnich zysków, z wyjątkiem tych z ostatniego okresu, uzyskanych ponadprzeciętnych zysków oraz wymagań inflacyjnych na rzecz zwiększenia kapitału, gdyż wówczas liczba ta ma tendencję do zmniejszania się (w 1969 roku, średnia dla spółek z indeksu Dow Jones wynosiła 59,5%, a dla wszystkich amerykańskich przedsiębiorstw – 55%).* Gdy stosunek dywidendy do zysków odzwierciedla wiarygodność, można wówczas dokonywać wyceny na podstawie dowolnej z tych dwóch wartości i nie będzie to miało większego wpływu na wynik. Na przykład, typowa drugorzędna spółka, ma spodziewaną średnią zysków 3 dolary na akcję i spodziewaną dywidendę 2 dolary, więc zostanie wyceniona albo 12 razy zyski, albo 18 razy dywidenda, co, tak czy owak, da 36.

Jednak coraz więcej firm, twierdząc, że w interesie udziałowców leży przeznaczenie prawie wszystkich zysków na ekspansję finansową, odchodzi od niegdyś standardowej polityki, wypłacania co najmniej 60% zysków w dywidendzie. Takie zachowanie, sugeruje problemy i wymaga starannego rozpatrzenia. My postanowiliśmy odłożyć omówienie ważnej kwestii właściwej polityki wypłacania dywidend do Rozdziału 19., gdzie potraktujemy ją jako część ogólnego problemu relacji między zarządem a udziałowcami.

Stopa kapitalizacji akcji wzrostowych

Większość tekstów dotyczących analizy papierów wartościowych, odnosi się do wyceny wartości akcji wzrostowych. Nasze badania nad różnymi metodami, doprowadziły do zaproponowania skróconego i całkiem prostego wzoru na wycenę wartości akcji wzrostowych, który daje wyniki bardzo zbliżone do rezultatów skomplikowanych kalkulacji matematycznych. Oto ten wzór:

wartość = bieżące (normalne) zyski ×
(8,5 plus dwukrotność spodziewanej rocznej stopy wzrostu)

* Liczba ta bywa nazywana „wskaźnikiem płatności dywidendy". Od czasów Grahama, uległa znacznemu obniżeniu, ponieważ amerykańskie prawo podatkowe zniechęca inwestorów do szukania – a spółki do wypłacania – dywidend. Na zakończenie 2002 roku, czynnik płatności dywidendy utrzymywał się na poziomie 34,1% dla spółek z indeksu Standard & Poor's 500, a w kwietniu 2000 roku, osiągnął minimum wszechczasów i wyniósł 25,3% (patrz: www.barra.com/research/fundamentals.asp). Polityka wypłacania dywidendy została dokładniej opisana w Rozdziale 19.

Spodziewana stopa wzrostu powinna dotyczyć od siedmiu do 10 najbliższych lat.[7]

W Tabeli 11.4, pokazujemy, w jaki sposób wzór ten działa przy różnych poziomach zakładanego wzrostu. Łatwo wykonać działanie odwrotne i wyliczyć, jakiej stopy wzrostu można spodziewać się po obecnej cenie giełdowej, przy założeniu, że nasz wzór jest słuszny. W ostatnim wydaniu przeprowadziliśmy wyliczenia dla indeksu DJIA i akcji sześciu ważnych spółek. Liczby te zostały przedrukowane w Tabeli 11.5. A tak oto brzmiał nasz komentarz:

> Różnica między 32,4% przypuszczalnej rocznej stopy wzrostu dla Xeroksa i nadzwyczaj skromnym 2,8% dla General Motors, jest naprawdę uderzająca. Częściowo można to wyjaśnić przeczuciem giełdy, że zyski General Motors z 1963 roku – największe w dziejach korporacji – z trudem uda się utrzymać na tym samym poziomie, a jeśli nastąpi wzrost, to będzie on bardzo skromny. Z kolei wskaźnik cena/zysk dla Xeroksa, stanowi reprezentatywny przykład spekulacyjnego entuzjazmu, napędzanego wspaniałymi osiągnięciami i jeszcze wspanialszymi obietnicami.
>
> Spodziewana lub oczekiwana stopa wzrostu na poziomie 5,1% dla DJIA, jest porównana z rzeczywistym rocznym wzrostem na poziomie 3,4% w latach 1951–1953 oraz 1961–1963.

Tabela 11.4. Roczne mnożniki zysków w oparciu o spodziewaną stopę wzrostów według uproszczonego wzoru (w %)

Spodziewana stopa wzrostu	0,0	2,5	5,0	7,2	10,0	14,3	20,0
Wzrost przez 10 lat	0,0	28,0	63,0	100,0	159,0	280,0	319,0
Mnożnik bieżących zysków	8,5	13,5	18,5	22,9	28,5	37,1	48,5

Tabela 11.5. Spodziewana stopa wzrostu w grudniu 1963 roku i grudniu 1969 roku

Spółka	Wskaźnik c/z	Spodziewana stopa wzrostu[a] (%)	Zysk na akcję		Aktualna stopa wzrostu (%)	Wskaźnik c/z	Spodziewana stopa wzrostu (%)
	1963	1963	1963	1969	1963–1969	1969	1969
American Tel.&Tel.	23,0	73,0	3,03	4,00	4,75	12,2	1,8
General Electric	29,0	10,3	3,00	3,79[b]	4,00	20,4	6,0
General Motors	14,1	2,8	5,55	5,95	1,17	11,6	1,6
IBM	38,5	15,0	3,48[c]	8,21	16,00	44,4	17,9
International Harvester	13,2	2,4	2,29[c]	2,30	0,10	10,8	1,1
Xerox	25,0	32,4	0,38[c]	2,08	29,20	50,8	21,2
DJIA	18,6	5,1	41,11	57,02	5,50	14,0	2,8

[a] Na podstawie wzoru ze str. 269.
[b] Średnia za rok 1968 i rok 1970, od 1969 roku zyski były zredukowane pod wpływem strajku.
[c] Dostosowane do podziału.

W tym miejscu musimy dodać pewną uwagę. Wycena wartości akcji wysokiego wzrostu, od razu stoi na przegranej, jeśli założymy, że zakładana stopa wzrostu rzeczywiście zostanie osiągnięta. Przecież, zgodnie z arytmetyką, gdyby firma mogła zakładać wzrost na stopie 8 lub więcej procent w nieskończoność, to wartość byłaby nieskończenie duża i żadna cena za takie akcje nie byłaby za wysoka. W takim przypadku, analityk wprowadza do swych wyliczeń margines bezpieczeństwa – podobnie jak inżynier w specyfikacjach swojej konstrukcji. Wtedy nabywca realizuje swój wytyczony cel (w 1963 roku $7^1/_2$% zwrotu rocznie), nawet jeśli rzeczywista stopa wzrostu okazuje się znacznie niższa niż prognozowana na podstawie wzoru. Oczywiście, jeśli stopa osiągnie wyższy poziom, inwestor też będzie zadowolony. Naprawdę nie można wycenić akcji spółki wysokiego wzrostu (ze spodziewaną stopą, powiedzmy, 8% rocznie), jeśli analityk ma realistycznie oszacować zarówno odpowiedni mnożnik dla bieżących zysków, jak i spodziewany mnożnik dla zysków przyszłych.

Tak się złożyło, że faktyczny wzrost Xeroksa i IBM okazał się bliski wysokiej stopie, wyliczonej na podstawie naszego wzoru. Jak już wspominaliśmy, takie wyniki spowodowały znaczny wzrost cen akcji obu tych spółek. Wzrost samego DJIA również wyniósł mniej więcej tyle, ile prognozowaliśmy na zakończenie 1963 roku. Jednak umiarkowana stopa na poziomie 5%, nie uwzględniła matematycznego dylematu Xeroksa i IBM. Okazało się, że 23% wzrostu ceny na koniec 1970 roku plus 28% w otrzymanej sumie dywidendy, dało prawie $7^1/_2$% rocznego zysku wyliczonego według naszego wzoru. W przypadku czterech pozostałych spółek, wystarczy powiedzieć, że wzrost nie sprostał oczekiwaniom opartym na cenie z 1963 roku i ich notowania nie wzrastały tak jak DJIA. *Ostrzeżenie:* Przedstawiony tutaj materiał ma na celu jedynie zilustrowanie przykładu, i z konieczności, w analizie papierów wartościowych musiała znaleźć się projektowana stopa zwrotu większości opracowywanych spółek. Czytelnikowi nie wolno uznać takich prognoz za, w jakimkolwiek stopniu, realistyczne, ani też – gdyby się spełniły lub nie – wyliczać na ich podstawie przyszłych cen.

Musimy tu podkreślić, że wszelkie „naukowe", czyli choć trochę wiarygodne wyceny akcji, oparte na wynikach przewidywanych na przyszłość, muszą brać pod uwagę przyszłe stopy procentowe. Każdy plan spodziewanych zysków albo dywidend straci na wartości, jeśli przyjmiemy wyższe stopy procentowe niż wtedy, gdybyśmy przyjęli niższe.* Przyjmując takie

* Dlaczego? Zgodnie z „zasadą 72", przy odsetkach 10%, określona suma pieniędzy podwoi się już po siedmiu latach, a przy odsetkach 7% – po 10 latach. Gdy stopy procentowe są wysokie, suma, którą musisz odłożyć dzisiaj, aby osiągnąć określoną wartość w przyszłości, jest niższa – ponieważ wyższe stopy procentowe umożliwią jej wzrost w szybszym tempie. Tak więc, wzrost stóp procentowych dzisiaj sprawia, że jutrzejsze zyski i dywidendy są mniej wartościowe, ponieważ alternatywy do inwestowania w obligacje stają się stosunkowo bardziej atrakcyjne.

założenia, trudno o jakąkolwiek pewność, a ostatnie ostre skoki długoterminowych stóp procentowych sprawiają, że tego rodzaju prognozy należy zaliczyć do zuchwałych. Dlatego zostajemy przy naszym starym, przedstawionym powyżej wzorze, bo po prostu żaden nowy nie wydaje się bardziej atrakcyjny.

Analiza branży

Ponieważ ogólne perspektywy przedsiębiorczości, mają ogromne znaczenie przy ustalaniu cen giełdowych, naturalną koleją rzeczy, analityk papierów wartościowych, sporą część uwagi poświęca gospodarczej sytuacji danej branży i pozycji, jaką zajmuje w niej określona spółka. Tego typu badania mogą natknąć się na niezliczone szczegóły. Czasami są to cenne obserwacje na temat ważnych czynników, które w przyszłości będą decydujące, choć w danej chwili giełda ich nie docenia. Jeśli tego typu wniosek da się wyciągnąć z dużą dozą pewności, to zasługuje on na uwzględnienie w decyzji inwestycyjnej.

Jednak nasze własne obserwacje, skłaniają nas do minimalizowania praktycznego znaczenia większości analiz branżowych, dostępnych dla inwestorów. Zawarty w nich materiał jest już dobrze znany publicznie i zdążył wywrzeć znaczny wpływ na giełdowe notowania. Rzadko kiedy można znaleźć sporządzoną w domu maklerskim analizę, która zawierałaby dość przekonujących faktów, że pewna popularna gałąź gospodarki chyli się ku upadkowi albo mało popularna branża ma przed sobą okres prosperity. Poglądy Wall Street na odległą przyszłość, prawie zawsze okazują się nietrafione, i to samo dotyczy ważnej części opracowań, które mają prognozować możliwości zysków w różnych branżach.

Trzeba jednak przyznać, że szybki i wszechobecny ostatnio rozwój technologiczny, pozostał bez większego wpływu na postawy i pracę analityków papierów wartościowych. Bardziej niż w przeszłości, postęp i regres typowego przedsiębiorstwa w nadchodzącej dekadzie, będzie zależał od jej relacji do nowych produktów i procesów, które analitycy mają szansę badać i oceniać z wyprzedzeniem. Dlatego, przed analitykami niewątpliwie otwiera się obiecujący obszar działań – wyprawy w teren, rozmowy z badaczami i własne dociekania na temat technologii. Z wnioskami inwestycyjnymi, opartymi na tego typu przewidywaniach przyszłości, nie popartymi bieżącym poziomem wartości, zawsze wiąże się ryzyko. Chyba jednak równie ryzykowne, byłoby ograniczanie się do wyliczania wartości, tylko na podstawie chłodnych kalkulacji, opartych na dotychczasowych wynikach. Inwestor nie może zabezpieczyć się z dwóch stron jednocześnie. Może mieć wyobraźnię i liczyć na ogromne zyski dzięki swojej wizji, ale później, musi przeprowadzić mniejsze lub większe kalkulacje. Może też przyjąć postawę konserwatywną i odmówić płacenia wyższych sum za niepotwierdzone możliwości, ale w takim przypadku, musi liczyć się z tym, że ominie go jakaś wspaniała szansa.

Dwuczęściowy proces wyceny

Powróćmy na moment, do koncepcji wyceny akcji zwykłej, którą zaczęliśmy omawiać na str. 264. Liczne przemyślenia na ten temat, skłoniły nas do wniosku, że lepiej robić to inaczej niż obecnie przyjęto. Proponujemy, aby najpierw analityk opracowywał coś, co nazwaliśmy „wartością wyników z przeszłości", która opiera się wyłącznie na danych dotyczących przeszłości. Ona pokaże, ile akcje byłyby warte – w dolarach albo w procencie DJIA lub S&P – gdyby w przyszłości osiągały nadal takie same wyniki (to wiąże się z przyjęciem założenia, że stopa wzrostu z ostatnich siedmiu lat, pozostanie niezmieniona przez następne siedem). Taki proces można by prowadzić mechanicznie, za pomocą wzoru, który uwzględnia dane o dochodowości, stabilności, wzroście i bieżącej kondycji finansowej. Druga część analizy, powinna wziąć pod uwagę, do jakiego stopnia wartość, wyceniona wyłącznie na podstawie wyników z przeszłości, powinna zostać zmodyfikowana ze względu na nowe warunki, spodziewane w przyszłości.

Taka procedura, pozwoliłaby na podział pracy między starszych i młodszych analityków w następujący sposób: starszy analityk opracowuje wzór, który można zastosować ogólnie do wszystkich firm, aby określić wartość ich wyników z przeszłości; młodszy analityk zbiera wszystkie dane o wyznaczonych firmach – w sposób czysto mechaniczny; starszy analityk określa, do jakiego stopnia wyniki firmy w przyszłości mogą się różnić od danych z przeszłości i jakie jest prawdopodobieństwo, że znajdą odzwierciedlenie w wartości. Najlepiej, jeśli starszy analityk pokaże w sprawozdaniu zarówno wycenę pierwotną, jak i zmodyfikowaną oraz uzasadnienie dzielącej je różnicy.

Czy warto wykonywać tego typu pracę? Udzielamy twierdzącej odpowiedzi, ale nasze uzasadnienie może wydać się czytelnikowi nieco cyniczne. Wyrażamy wątpliwość, czy na opracowanej w ten sposób wycenie, może wystarczająco polegać typowa spółka przemysłowa, duża czy mała.

Trudności związane z taką pracą, zilustrujemy w następnym rozdziale, na przykładzie Aluminum Company of America (ALCOA). Niemniej jednak, w odniesieniu do akcji zwykłych, trzeba ją wykonywać. Dlaczego? Po pierwsze, wielu analityków papierów wartościowych, robi bieżące i prognozowane wyceny na co dzień. Proponowana przez nas metoda, powinna ułatwić im pracę. Po drugie, analitycy korzystający z tej metody, powinni dzięki niej uzyskać przydatne spostrzeżenia. Po trzecie, w wyniku tego typu pracy, powstaje nieoceniony bagaż doświadczeń – jak w medycynie – który może pomóc w opracowaniu lepszych metod i zdobyciu szerszej wiedzy na temat możliwości oraz ograniczeń. Również w odniesieniu do przedsiębiorstw użyteczności publicznej, ta metoda może okazać się bardzo przydatna. I wreszcie, inteligentny analityk ograniczy się tylko do tych branż, których przyszłość daje się, do pewnego stopnia, prognozować* lub w których margines bezpieczeństwa wartości wyników z przeszłości, do bieżącej ceny, jest tak szeroki, że można zaryzykować rozpatrywanie kilku wersji przyszłości – jak w przypadku doboru bezpiecznych senioralnych papierów wartościowych.

W następnych rozdziałach, przedstawimy konkretne przykłady zastosowań tych technik analitycznych. Ale będą to tylko ilustracje. Jeśli czytelnika zainteresuje ten temat, powinien zgłębiać go systematycznie i wnikliwie, zanim uzna się za zdolnego do samodzielnego wyrażania sądów na temat kupna i sprzedaży własnych papierów wartościowych.

* Idealnie byłoby, aby branże te nie zależały zbytnio od tak nieprzewidywalnych czynników, jak wahania stóp procentowych albo ceny surowców, takich jak metale lub ropa. Prognozować można na przykład w branżach: gry hazardowe, kosmetyki, napoje alkoholowe, domy opieki, zarządzanie odpadami.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 11

– Czy mógłbyś mi powiedzieć, którędy mogłabym stąd odejść?
– W dużej mierze zależy to od tego, dokąd chciałabyś dojść – powiedział Kot.

Lewis Carroll, Alicja w krainie czarów

Cena na przyszłość

Jakie czynniki wpływają na to, ile powinieneś zapłacić za akcje? Co decyduje o tym, że jedna spółka jest warta dziesięciokrotność osiąganych zysków, a inna dwudziestokrotność? Jak zyskać pewność, że nie przepłacasz za świetlaną przyszłość, która okaże się ponurym koszmarem?

Według Grahama istnieję pięć czynników kluczowych.* Możemy je podsumować następująco:

- „ogólne długoterminowe prognozy" firmy,
- jakość jej zarządu,
- kondycja finansowa i struktura kapitałowa,
- historia wypłacanych dywidend,
- bieżąca stopa dywidendy.

Spójrzmy na te czynniki w świetle obecnej sytuacji giełdowej:

Długoterminowe perspektywy. Dzisiaj, inteligentny inwestor powinien zacząć od ściągnięcia rocznego sprawozdania (Formularz 10-K), z co najmniej pięciu lat, które znajdzie na stronach danej spółki albo w bazie danych EDGAR na www.sec.gov.** Później trzeba przeczesać oświadczenia finanso-

* Ponieważ obecnie niewielu inwestorów indywidualnych samodzielnie kupuje i sprzedaje obligacje, ograniczymy się w tym omówieniu do akcji. Więcej na temat funduszy obligacji znajdziesz w Komentarzu do Rozdziału 4.

** Trzeba też ściągnąć kwartalne sprawozdania (Formularz 10-Q) z co najmniej roku. Zakładamy, że „przedsiębiorczy" inwestor gotów jest poświęcić swojemu portfelowi sporo czasu. Jeśli wydaje ci się, że etapy przedstawione w tym rozdziale, wymagają zbyt wiele pracy, to nie jesteś psychicznie gotowy do samodzielnego wybierania akcji. Nie da się osiągnąć zaplanowanych rezultatów, bez włożenia pracy, którą tutaj opisaliśmy.

we i poszukać informacji, które pomogą w odpowiedzi na dwa zasadnicze pytania. Co powoduje wzrost spółki? Skąd bierze się (i będzie brał) jej zysk? Oto, na co trzeba uważać:

- Spółka jest „seryjnym nabywcą". Średnia powyżej dwóch lub trzech przejęć rocznie, to oznaka potencjalnych kłopotów. Jeśli bowiem firma woli skupować akcje innych firm niż inwestować we własne, to czy nie należy rozejrzeć się za inną? Sprawdź historię przejęć spółki, którą jesteś zainteresowany. Uważaj na „korporacyjne bulimiczki", czyli na firmy, które z wilczym apetytem dokonują ogromnych przejęć i kończą na tym, że je „zwracają". Do przedsiębiorstw, które okupiły przejęcia chorobliwymi stratami, należą Lucent, Mattel, Quaker Oats i Tyco International. W przypadku innych firm, o przepłaceniu za ostatnie przejęcie, świadczą notoryczne odpisy zadłużenia i obciążania rachunku. To zły znak na przyszłość.*
- Firma jest uzależniona od PIL. Powiększa zadłużenie albo sprzedaje akcje, aby powiększyć ładunek Pieniędzy Innych Ludzi. O silnych zastrzykach PIL, świadczą zapisy w rubryce sprawozdania rocznego, dotyczące przepływu gotówkowego, które brzmią „gotówka z działalności finansowej". One sprawiają, że firma wydaje się zdrowa, a nawet kwitnąca, chociaż prowadzona przez nią działalność nie generuje dostatecznej ilości gotówki – co niedawno pokazały Global Crossing i WorldCom.**
- Spółka większość swoich przychodów zawdzięcza tylko jednemu klientowi (albo kilku). W październiku 1999 roku, producent światłowodów, Sycamore Networks Inc., po raz pierwszy sprzedawał akcje w obrocie publicznym. W prospekcie pokazano, że za całe sto procent przychodów Sycamore, czyli 11 mln dolarów, odpowiada Williams Communications. Giełda wyceniła akcje Sycamore na 15 mld dolarów. Niestety, dwa lata później, Williams zbankrutowało. Chociaż Sycamore znalazł sobie innych klientów, jego akcje w latach 2000–2002 straciły 97%.

* Szczegóły dotyczące przejęć, można zwykle znaleźć w sekcji Formularza 10-K, zatytułowanej *Management's Discussion and Analysis*. Porównaj zawarte w niej dane, z przypisami do oświadczenia finansowego. Więcej informacji na temat „seryjnych przejmowaczy" w komentarzu do Rozdziału 12.

** Aby ocenić, czy przedsiębiorstwo nie jest uzależnione od PIL, należy przeczytać zawarte w oświadczeniu finansowym *Oświadczenie o Przepływie Gotówkowym*. Na tej stronie, przypływ i odpływ gotówki firmy, dzieli się na „działalność operacyjną", „działalność inwestycyjną" i „działalność finansową". Jeśli gotówka z działalności operacyjnej wypada słabo, a z działalności finansowej znacznie lepiej, to firma ma nawyk wydawania większej gotówki niż generuje jej działalność – i lepiej, abyś nie dołączał do szeregu tych, którzy umożliwiają popadanie w nałóg. Szczegóły na temat Global Crossing, znajdziesz w komentarzu do Rozdziału 12., natomiast na temat WorldCom w ramce w komentarzu do Rozdziału 6.

Przeglądając źródła zysku i wzrostu, szukaj nie tylko negatywów, ale i pozytywów. Do dobrych znaków należą:

- Spółka ma dużą przewagę nad konkurencją, czyli coś w rodzaju „fosy". Przedsiębiorstwa są jak twierdze – jedne mogą ulec najazdowi dzikich konkurentów, inne pozostają niezdobyte. O umocnieniach przedsiębiorstwa decyduje kilka czynników: silne *utożsamianie z marką* (klienci Harleya Davidsona gotowi są tatuować sobie logo firmy na ciele); *monopol* lub prawie monopol w branży; *oszczędności dzięki skali*, czyli możliwość dostarczania ogromnych ilości towarów lub usług po niskiej cenie (Gillette sprzedaje żyletki na miliardy); niepowtarzalne *aktywa niematerialne* (na przykład Coca-Cola, której tajny przepis na syrop nie ma żadnej wartości fizycznej, ale ma nieoceniony wpływ na utrzymywanie klientów); *niezastępowalność* (prawie każda działalność uzależniona jest od elektryczności, więc jest małe prawdopodobieństwo, aby w najbliższym czasie przedsiębiorstwa energetyczne zostały zastąpione przez inne).*
- Przedsiębiorstwo jest maratończykiem, a nie sprinterem. Przeglądając oświadczenia o dochodzie z ostatnich 10 lat, możesz ustalić, czy w tym okresie przychody oraz zyski rosły w sposób stabilny i zrównoważony. Niedawny artykuł z *Financial Analysts Journal*, potwierdza inne badania (i smutne doświadczenia wielu inwestorów), że firmy najszybszego wzrostu mają tendencję do przegrzewania i wypalania się.** Jeśli zyski w długim okresie mają rosnąć o 10% przed opodatkowaniem (czyli 6%–7% po zapłaceniu podatku), to może być wykonalne. Ale 15%, które zakłada wiele firm, jest złudzeniem. A jeszcze wyższa stopa wzrostu – lub nagły skok przez rok albo dwa – na pewno musi spaść, bo to zupełnie tak, jakby niedoświadczony maratończyk próbował przebiec cały dystans w tempie, w jakim biega się na 100 metrów.
- Firma sieje i zbiera plony. Choćby firma miała najlepsze produkty i znakomitą markę, musi wydawać pieniądze na rozwijanie nowej działalności. Wydatki na badania i rozwój nie przynoszą zysków dzisiaj, ale jutro jak najbardziej, zwłaszcza, jeśli firma ma za sobą odmłodzenie działalności dzięki nowemu wyposażeniu i nowym koncepcjom. W różnych przedsiębiorstwach, średni budżet na badania i rozwój, wygląda różnie.

* Więcej na temat „fosy" i umocnień, znajdziesz w klasycznej książce profesora Michaela E. Portera z Harvard Business School, *Competitive Strategy* (Free Press, Nowy Jork 1998).

** Patrz: Cyrus A. Ramezani, Luc Soenen i Alan Jung, *Growth, Corporate Profitability, and Value Creation*, *Financial Analyst Journal*, listopad–grudzień 2002, str. 56–57. Dostępny też na http://cyrus.cob.calpoly.edu/.

W 2002 roku, Procter & Gamble wydało 4% obrotów netto, 3M – 6,5%, a Johnson & Johnson – 10,9%. Firma, która nie wydaje na badania i rozwój nic, na dłuższą metę naraża się tak samo jak ta, która wydaje zbyt wiele.

Jakość działalności zarządu. Dyrekcja firmy powinna mówić, co zrobi, a potem zrobić, co mówiła. Przeczytaj sprawozdania roczne, pod kątem perspektyw rysowanych przez dyrekcję i tego, czy zostały zrealizowane, czy raczej nie. Menedżerowie powinni umieć przyznawać się do porażek i brać za nie odpowiedzialność, zamiast szukać kozłów ofiarnych, np. „gospodarki", „niepewności" albo „słabego popytu". Zwróć uwagę, czy ton i zawartość merytoryczna listów prezesa, pozostają niezmienne, czy też ulegają takim samym wahaniom, jak ceny na Wall Street (szczególnie sprawdź rok 1999. Czy dyrekcja cementowni albo firmy bieliźniarskiej, nie ogłosiła ni z gruszki, ni z pietruszki, że „stoi u progu rewolucyjnej transformacji oprogramowania"?).

Poniższe pytania pomogą również odpowiedzieć na pytanie, czy ludzie prowadzący firmę, prowadzą ją w interesie ludzi, którzy są jej posiadaczami:

- Czy szukają wśród siebie bohatera?

Przedsiębiorstwo, które płaci dyrektorowi generalnemu 100 mln dolarów rocznie, powinno mieć naprawdę przekonujące powody (na przykład odkrył – albo opatentował – źródło wiecznej młodości. Lub znalazł El Dorado i wykupił je po dolarze za akr. Lub skontaktował się z istotami z innej planety i wynegocjował z nimi kontrakt, obligujący ich do kupowania wszystkich towarów tylko w jednej firmie na Ziemi). W przeciwnym razie, taka nieprzyzwoicie wysoka płaca sugeruje, że firma działa dla dobra menedżerów, a nie właścicieli.

Jeżeli spółka dokonuje ponownej wyceny („wymiany" lub „ponownej emisji") opcji udziałów, trzymaj się od niej z daleka. Oznacza, że firma wycofuje (zazwyczaj bezwartościowe), opcje udziału należące do pracowników i dyrekcji, a później, po korzystnych cenach, zastępuje je nowymi. Jeśli nie pozwalają, aby ich wartość spadała do zera, a ich potencjalne zyski są zawsze nieskończone, to w jaki sposób opcje mają zachęcić do solidnego zarządzania aktywami przedsiębiorstwa? Dla rzetelnej firmy, ponowna wycena opcji – jak w przypadku dziesiątek przedsiębiorstw high-tech – to hańba. A inwestor, który kupuje akcje takiej firmy, aż się prosi, aby wyjść na jelenia.

Wielkość tego „nawisu opcji", można wyczytać, przeglądając obowiązkowe przypisy dotyczące opcji udziału. Na przykład, 31 grudnia 2002 roku, AOL Time Warner donosiła na pierwszej stronie sprawozdania rocznego, że ma 4,5 mld akcji zwykłych. Ale przypis, gdzieś na dalszych stronach informował, że firma ta wypuściła opcje na dalszych 657 mln akcji. Dlatego przyszłe zyski AOL będą dzielone między 15% więcej udziałów. Szacując przyszłą wartość firmy, należy zawsze brać pod uwagę potencjalny napływ nowych akcji z realizacji opcji udziału.*

„Formularz 4", dostępny w bazie danych EDGAR na www.sec.gov, pokazuje, czy dyrekcja i wysocy urzędnicy firmy kupują czy sprzedają akcje. Mogą mieć swoje powody wyprzedaży – dywersyfikacja, powiększenie domu albo rozwód – ale powtarzająca się sprzedaż dużych pakietów, to poważne ostrzeżenie. Menedżer nie może być twoim partnerem, jeśli on sprzedaje akcje, a ty kupujesz.

- Czy są menedżerami, czy promotorami?

Dyrekcja, większość czasu powinna poświęcać na zarządzanie firmą, a nie na namawianie, aby w nią inwestować. Dyrektorzy generalni zbyt często narzekają na zaniżoną cenę akcji ich spółki, choćby były nie wiadomo jak drogie. Zapominają o twierdzeniu Grahama, że menedżerowie powinni się starać, aby akcje ich spółek nie były ani za tanie, ani za drogie.** Tymczasem, wielu dyrektorów finansowych bawi się w zgadywanie lub „sugerowanie" zysków w najbliższym kwartale. Ponadto, niektóre firmy lubią robić wokół siebie wiele szumu i stale podają do mediów informacje o nowych „możliwościach", choćby najbardziej trywialnych, chwilowych lub hipotetycznych.

Kilka przedsiębiorstw – m.in. Coca-Cola, Gillette i USA Interactive – zaczęło „po prostu mówić nie" krótkowzrocznemu myśleniu Wall Street. Te odważne firmy, przedstawiają więcej szczegółów na temat swojego bieżącego budżetu oraz długoterminowych planów, a także odmawiają spekulowania na temat tego, co przyniesie najbliższych 90 dni (aby zobaczyć wzór przedsiębiorstwa, które szczerze i otwarcie komunikuje się z udziałowcami, wejdź do bazy EDGAR na www.sec.gov i przejrzyj Formularze 8-K, złożone przez Expeditors International of Washington, która od czasu do czasu przedstawia tam swoje dialogi z akcjonariuszami).

* Jason Zweig jest pracownikiem AOL Time Warner i ma opcje udziału tej firmy. Więcej na temat działania opcji udziału, w Komentarzu do Rozdziału 19. na str. 463–464.

** Patrz przypis*** w Komentarzu do Rozdziału 19., str. 463.

I na koniec, trzeba postawić pytanie, czy księgowość firmy jest nastawiona na przejrzystość wyników finansowych, czy wręcz przeciwnie. Jeśli co chwilę pojawiają się „jednorazowe" obciążenia, gdy „nadzwyczajne" punkty zdarzają się tak często, że stają się normą, jeżeli priorytet mają skróty EBITDA, a nie wpływy netto lub kiedy zyski „pro forma" mają ukryć rzeczywiste straty, prawdopodobnie jest to przedsiębiorstwo, które jeszcze nie nauczyło się, w jaki sposób na pierwszym miejscu stawiać długoterminowy interes udziałowców.*

Kondycja finansowa i struktura kapitałowa. Dobre przedsiębiorstwo najprościej można zdefiniować jako takie, które generuje więcej gotówki niż pochłania. Dobrzy menedżerowie znajdują sposoby wykorzystania tej gotówki w produktywny sposób. Firma, spełniająca tę definicję, na dłuższą metę z pewnością odnotuje wzrost wartości, niezależnie od sytuacji na giełdzie.

Zacznij od przeczytania oświadczenia o przepływie gotówkowym, zamieszczonego w rocznym sprawozdaniu spółki. Zwracaj uwagę, czy przez ostatnich 10 lat, gotówka przeznaczana na działalność operacyjną stale rosła. Później idź krok dalej. Warren Buffet spopularyzował koncepcję zysków właścicielskich, czyli dochodów netto plus amortyzacja i deprecjacja minus normalne wydatki kapitałowe. Christopher Davis, menedżer portfela w Davis Selected Advisors, ujął to tak: „Ile miałbyś gotówki w kieszeni na koniec roku, gdybyś był posiadaczem 100% swojego biznesu?". Ponieważ zyski właścicielskie zależą od takich wartości księgowych, jak amortyzacja i deprecjacja, które nie są uwzględniane w bilansie gotówkowym spółki, powinny stanowić lepszy wskaźnik niż dochód netto. Aby sprecyzować zyski właścicielskie, od przedstawionego dochodu netto należy odjąć jeszcze:

- koszty przyznania opcji udziałów, przez które część zysków trafi z rąk obecnych udziałowców do rąk nowych akcjonariuszy pracujących w spółce,
- wszystkie „nadzwyczajne", „jednorazowe" i „nie-stałe" obciążenia,
- wszystkie dochody, które przynosi spółce fundusz emerytalny.

Jeśli przez ostatnie 10 lat, zyski właścicielskie rosły w stałym tempie przynajmniej 6%–7% rocznie, to spółka jest stabilnym generatorem gotówki i ma dobre perspektywy wzrostu.

* Więcej na ten temat znajdziesz w komentarzu do Rozdziału 12. i w znakomitym tekście Josepha Fullera i Michaela C. Jensena, *Just Say No to Wall Street* na http://papers.ssrn.com.

Następnie przyjrzyj się strukturze kapitałowej spółki. Zajrzyj do zestawienia bilansowego i sprawdź, jak wysokie zadłużenie (wliczając akcje uprzywilejowane), ma spółka. Generalnie, wysokość długoterminowego zadłużenia, nie powinna przekraczać 50% sumy kapitału. W przypisach do oświadczenia finansowego zobacz, czy długoterminowe zadłużenie jest oprocentowane według stałej stopy (są spłacane stałe odsetki), czy według zmiennej (płatności zmienne, co może być kosztowne, gdy stopy procentowe pójdą w górę).

Poszukaj w sprawozdaniu rocznym danych, które pokazują „wskaźnik zysków do stałych obciążeń". Takie dane, w rocznym sprawozdaniu Amazon.com z 2002 roku pokazywały, że zyski nie pokryły 145 mln dolarów kosztów spłaty odsetek. W przyszłości, Amazon będzie musiał zarabiać na swej działalności więcej albo znaleźć sposoby pożyczania na niższe odsetki. W przeciwnym razie, skończy się tym, że będzie należeć nie do udziałowców, tylko do posiadaczy obligacji, którzy mogą wnosić roszczenia o aktywa Amazon, jeśli w inny sposób nie będą w stanie zabezpieczyć sobie spłaty należnych im wypłat odsetek (szczerze mówiąc, wskaźnik zysku do stałego obciążenia, był w Amazon w 2002 roku znacznie lepszy niż dwa lata wcześniej, kiedy to zyski nie pokrywały 1,1 mld dolarów płatności związanych z zadłużeniem).

A teraz kilka słów na temat polityki wypłacania dywidendy i polityki wobec akcji (więcej szczegółów w Rozdziale 19.).

- Udowodnienie, że lepiej wyjdziesz na tym, jeśli dywidenda nie zostanie wypłacona, należy do obowiązków spółki. Jeżeli niezależnie od sytuacji na giełdzie, firma radzi sobie lepiej od konkurencji, to menedżerowie umiejętnie wykorzystują gotówkę. Ale gdy biznes chwieje się lub akcje stoją gorzej niż u rywali, to dyrekcja źle posługuje się gotówką z nie wypłaconych dywidend.
- Przedsiębiorstwa dokonujące ciągłych podziałów akcji – i czyniące wokół tego wiele szumu medialnego – traktują inwestorów jak idiotów. Akcjonariusze, którzy lubią podziały akcji, postępują jak Miś Jogi, który chce, aby pizzę podzielić na cztery kawałki „bo nie da rady zjeść ośmiu". Dwie akcje po 50 dolarów, nie są warte więcej niż jedna za 100 dolarów. Menedżerowie wykorzystujący poddziały do promocji akcji, grają na najgorszych instynktach inwestorów. Inteligentny inwestor musi zastanowić się dwa razy, zanim powierzy pieniądze takim manipulatorom?*

* Podziały akcji zostały szerzej omówione w Komentarzu do Rozdziału 13.

- Przedsiębiorstwa powinny skupować swoje akcje, kiedy są tanie, a nie wtedy, gdy zbliżają się do rekordowej ceny. Niestety, ostatnio powszechne stało się odkupywanie akcji w momencie, gdy ich ceny są zawyżone. Nie ma bardziej cynicznego sposobu marnowania gotówki spółki, ponieważ faktyczny cel tego manewru polega na tym, aby wierchuszka dyrekcji zgarnęła wielomilionowe wypłaty, sprzedając swoje opcje udziału w imię „poprawy wartości udziałowców".

Wiele opowieści z życia wziętych pokazuje, że menedżerom, którzy opowiadają o „poprawie wartości udziałowców", rzadko na tym zależy. W inwestycjach, jak w życiu, ostateczne zwycięstwo odnoszą ci, którzy dużo robią, a nie ci, którzy dużo mówią.

ROZDZIAŁ 12

Co brać pod uwagę przy zyskach na jedną akcję?

Rozdział ten zaczyna się od dwóch rad dla inwestora, których implikacje, siłą rzeczy, stoją ze sobą w sprzeczności. Pierwsza: nie traktuj poważnie zysków tylko z jednego roku. Druga: jeśli zwracasz uwagę na krótkoterminowe zyski, uważaj na pułapkę danych opisujących zysk na akcję. Gdybyśmy ściśle przestrzegali pierwszego ostrzeżenia, drugie byłoby niepotrzebne. Ale oczekiwanie, że większość inwestorów będzie opierać swoje decyzje tylko na danych z wielu lat i długofalowych perspektywach, jest nieco nierealne. W kręgach finansjery, dane kwartalne, a zwłaszcza dane roczne, mają ogromne znaczenie, i trudno liczyć, że nie będzie to miało wpływu na myślenie inwestora. Warto więc poszerzyć wiedzę na temat tej problematyki, która obfituje w pułapki i błędy.

W chwili pisania tego rozdziału, w *Wall Street Journal* ukazał się raport o zyskach Aluminum Company of America (ALCOA) za 1970 rok. Pierwsze dane wyglądają następująco:

	1970	1969
Zysk na akcję[a]	5,20 $	5,58 $

[a] „Zyski brutto", czyli przed odliczeniem specjalnych obciążeń. Przypisy są znacznie dłuższe i, de facto, zajmują dwa razy więcej miejsca niż same dane.

W kwartale kończącym się w grudniu, „zysk na akcję" wyniósł 1,58 dolara, a dla porównania rok wcześniej 1,56 dolara.

Inwestor albo spekulant zainteresowany akcjami ALCOA, czytając te dane, mógł pomyśleć: „Nie jest tak źle. W 1970 roku, w branży aluminiowej panowała recesja. Ale czwarty kwartał wypadł lepiej niż w 1969 roku, dając zyski w skali rocznej 6,32 dolara. Sprawdźmy. Cena akcji wynosi 62. Dlacze-

go mniej niż dziesięciokrotność zysków? Wydaje się, że to bardzo tanio, bo na przykład ceny International Nickel są 16 razy wyższe od zysków itd.".

Gdyby jednak nasz kolega inwestor-spekulant, pofatygował się i przeczytał cały tekst przypisu, to zauważyłby, że w 1970 roku, zysk na akcje opisany jest nie jedną liczbą, ale czterema:

	1970	1969
Zyski podstawowe	5,20	5,58
Dochód netto (po odliczeniu obciążeń specjalnych)	4,32	5,58
Zysk rozwodniony, przed odliczeniem obciążeń specjalnych	5,01	5,35
Zysk rozwodniony, po odliczeniu obciążeń specjalnych	4,19	5,35

Za czwarty kwartał podano tylko dwie liczby:

Zyski podstawowe	1,58	1,56
Dochód netto (po odliczeniu obciążeń specjalnych)	0,70	1,56

Co oznaczają te wszystkie dodatkowe wartości? Który zysk, to prawdziwy zysk za rok i za kwartał? Gdyby ten drugi wyniósł 70 centów to w skali roku byłoby to 2,80 dolara, a nie 6,32, a cena 62 to „22 razy zysk", a nie 10 razy, jak myśleliśmy na początku.

Po części, na pytanie o „prawdziwy zysk" ALCOA, można odpowiedzieć bardzo łatwo. Chodzi tu, o zredukowaną z 5,20 do 5,01 liczbę, uwzględniającą efekt rozwodnienia. ALCOA wyemitowała sporo obligacji wymiennych na akcje. Kalkulując „potencjał zysku" akcji zwykłej na podstawie wyników z 1970 roku, trzeba brać pod uwagę, że jeśli posiadacze obligacji uznają, że im się opłaca, skorzystają z przywileju wymiany. W przypadku ALCOA, te liczby są stosunkowo niewielkie. Jednak w innych przypadkach, uwzględnienie prawa wymiany – i istnienia upoważnień do zakupu akcji – może zredukować zyski o połowę, a nawet więcej. Dalej (na str. 374), przedstawimy przykład naprawdę dużego czynnika rozcieńczenia (serwisy finansowe w swoich analizach i sprawozdaniach bywają niekonsekwentne w uwzględnianiu czynnika rozcieńczenia).*

* „Rozwodnienie" to jedno z wielu słów dotyczących akcji, zaczerpnięte z języka opisującego zachowanie cieczy. O akcjach, których poziom obrotów jest wysoki, mówi się „płynne". Gdy spółka debiutuje na giełdzie, „wypuszcza" akcje. Dawniej, gdy jakaś firma drastycznie rozcieńczyła swoje udziały (za pośrednictwem wysokiego zadłużenia wymienialnego albo licznych emisji zwykłych akcji), mówiło się, że „nawadnia" swoje akcje. Podobno ten termin wprowadził legendarny manipulator giełdowy Daniel Drew (1797–1879), który zaczynał jako handlarz żywego inwentarza. Pędził bydło w kierunku Manhattanu, na siłę karmiąc je solą. Gdy doszło do rzeki Harlem, spragnione wypijało mnóstwo wody. Tak opite i ciężkie od wody zwierzęta pędził na rynek. A ponieważ sprzedawano je na funty, uzyskiwał wyższą cenę. Później Drew „nawadniał" akcje Erie Railroad, masowo i bez ostrzeżenia emitując nowe.

A teraz zajmijmy się tymi „specjalnymi obciążeniami". Liczba 18 800 000 dolarów, czyli 88 centów na akcję, wyliczona w czwartym kwartale, jest nieważna. Należy ją całkiem zignorować czy uznać? A może częściowo uznać albo zignorować? Czujny inwestor zada sobie pytanie, jak to się dzieje, że w 1970 roku, wystąpiła taka epidemia obciążeń specjalnych, a w 1969 roku wcale nie dawała o sobie znać? Czyżby do pracy z księgowym, zasiadł jakiś zręczny włoski fachowiec* – oczywiście bez łamania przepisów? Jeśli przyjrzymy się bliżej, to być może zauważymy, że takie straty, odliczone zanim zostały poniesione, mogą ujść na sucho i nie mieć niekorzystnego wpływu na bieżące ani przyszłe „zyski podstawowe". W skrajnych przypadkach mogą sprawiać, że zyski wydają się dwa razy wyższe niż w rzeczywistości – jedynie dzięki mniej lub bardziej magicznym sztuczkom z podatkami.

Jeśli chodzi o obciążenia specjalne ALCOA, to po pierwsze, trzeba ustalić, w jaki sposób powstały. Przypisy są dość precyzyjne. Odliczenia wzięły się z następujących źródeł:

1. Szacunków zarządu w kwestii przewidywanych kosztów zamknięcia działu produkcji przemysłowej.
2. To samo w odniesieniu do zamknięcia zakładów ALCOA Casting Plants Co.
3. To samo w odniesieniu do wstrzymania ALCOA Credit Co.
4. Szacunkowe koszty w wysokości 5,3 miliona dolarów, związane z dokończeniem realizacji kontraktu na „ścianę przegradzającą".

Wszystkie te kwestie, mają związek z przyszłymi kosztami i stratami. Łatwo powiedzieć, że nie należą do „regularnych wyników operacyjnych" w 1970 roku... Ale w takim razie do czego należą? Są „nadzwyczajne i jednorazowe"? Tak rozległe przedsiębiorstwo jak ALCOA, musi mieć wiele działów, departamentów, przedstawicielstw itp. Czy to coś normalnego, czy też „nadzwyczajnego", że kilka jednostek okazuje się niedochodowych i trzeba je zamknąć? To samo z kontraktem na budowę ściany. Przypuśćmy, że gdy tylko któreś przedsięwzięcie okazuje się niedochodowe, firma wpada na genialny pomysł, aby zaklasyfikować ja jako „pozycja specjalna", w rezultacie, w zyskach podstawowych zostają uwzględnione tylko kontrakty i przedsięwzięcia dochodowe. Zupełnie jak zegar słoneczny króla Edwarda VII, pokazujący tylko „słoneczne godziny".**

* Graham nawiązuje tu do precyzji imigrujących z Włoch kamieniarzy, którzy na początku XX wieku ozdabiali fasady nowojorskich budynków. Księgowi w ten sam sposób mogą przekształcać proste finansowe fakty w zawiłe, a nawet niezrozumiałe, formuły.

** Prawdopodobnie, króla zainspirował słynny niegdyś esej angielskiego pisarza Williama Hazlitta, który dumał nad weneckim zegarem słonecznym, z wypisaną sentencją *Horas non nume-*

Czytelnik powinien zwrócić uwagę, na dwa genialne aspekty omawianego tutaj procederu ALCOA. Po pierwsze, dzięki *przewidywaniu przyszłych strat*, firma ucieka przed koniecznością przypisania strat do konkretnego roku. Nie dotyczą one 1970 roku, bo nie wtedy zostały poniesione. Nie zostaną też *wykazane* w roku, w którym do nich dojdzie, bo już wcześniej zostały uwzględnione. Znakomite posunięcie. Ale czy nie wprowadza w błąd?

Przypis ALCOA nic nie wspomina o przyszłych oszczędnościach podatkowych, uzyskanych dzięki tym stratom (większość innych tego rodzaju sprawozdań, pokazuje konkretnie, że odpisana została tylko suma po uwzględnieniu podatku). Skoro dane ALCOA przedstawiają przyszłe straty przed odliczeniem związanej z nimi ulgi podatkowej, to przyszłe zyski nie tylko będą uwolnione od obciążeń (gdy do nich rzeczywiście dojdzie), ale także *wzrosną* o odpis podatkowy w wysokości około 50%. Trudno uwierzyć, żeby księgowość była prowadzona w ten sposób. Faktem jest jednak, że niektóre firmy ponoszące duże straty w przeszłości, mogą przedstawiać przyszłe zyski bez normalnego obciążenia podatkowego, osiągając w ten sposób pozornie znakomite zyski – osiągnięte paradoksalnie dzięki porażkom z przeszłości (obecnie, odliczenia podatkowe przyznawane dzięki stratom z *przeszłych lat*, są wykazywane jako „pozycja specjalne", ale w przyszłych statystykach, figurują jako część ostatecznych „przychodów netto". Niemniej jednak, zarezerwowanie sobie teraz *przyszłych* strat i spodziewanego odpisu podatkowego, nie powinno wpływać na tego typu powiększenie przychodów netto w latach przyszłych).

Kolejne genialne cechy takiego podejścia ALCOA, i wielu innych firm, to wykorzystanie na doliczenie tych specjalnych obciążeń akurat końca 1970 roku. W pierwszej połowie tego roku, giełda przeszła coś, co można porównać do krwawej jatki. Wszyscy, po wszystkich spółkach, spodziewali się słabych wyników. Wall Street oczekuje lepszych rezultatów w roku 1971, 1972 i następnych latach. A zatem cóż za piękny pomysł, aby jak najwięcej obciążeń zwalić na zły rok, który i tak został spisany na straty i do tego odszedł w przeszłość, a tym samym otworzyć sobie wspaniałą drogę do znakomitych wyników na lata następne! Być może to majstersztyk księgowych, być może to dobra polityka biznesowa, być może to znakomita poprawa relacji między zarządem a udziałowcami. Ale my nadal mamy wątpliwości.

ro nisi serenas, czyli „Liczę tylko pogodne godziny". Spółki, które nagminnie wykluczają złe wiadomości ze swoich wyników finansowych, pod pretekstem, że negatywne wydarzenia są czymś „nadzwyczajnym" albo „jednorazowym", wzięły sobie do serca słowa Hazlitta, który zalecał swoim czytelnikom, aby „nie zwracać uwagi na czas, lecz na jego korzyści, aby przyjmować tylko uśmiechy losu, a nie jego humory, żeby komponować życie z jasnych i szlachetnych chwil, żeby zwracać się tylko do słonecznej strony wszystkiego, a reszcie pozwalać na usunięcie z wyobraźni za pomocą lekceważenia albo zapomnienia!" (William Hazlitt, *On a Sun-Dial* ok. 1827). Niestety, inwestorzy muszą liczyć nie tylko słoneczne, ale i nocne godziny.

Kombinacja szeroko zdywersyfikowanej działalności operacyjnej oraz skłonności do robienia porządków na koniec 1970 roku, zaowocowały różnymi, dziwnie wyglądającymi przypisami w rocznych sprawozdaniach. Prawdopodobnie rozbawi czytelnika poniższe wyjaśnienie, przedstawione przez jedną ze spółek (jej nazwę przemilczymy) notowanych na NYSE, w kwestii „pozycji specjalnych", które w sumie wyniosły 2 357 000 dolarów, czyli około jednej trzeciej dochodu bez odliczenia obciążeń: „zawiera rezerwę na zamknięcie działalności Spalding United Kingdom, rezerwę na reorganizacyjne wydatki oddziału, koszty sprzedaży zakładu produkującego śliniaczki i dziecięce spodenki, rozdysponowania części udziałów w hiszpańskiej firmie dzierżawiącej samochody oraz likwidacji produkcji butów narciarskich".*

Wiele lat temu, silne przedsiębiorstwa odliczały „rezerwę na nieprzewidziane okoliczności" od zysku w *dobrych latach;* niwelowała ona częściowo złe efekty w gorszych latach. Stała za tym koncepcja wyrównywania przedstawianych zysków i wykazywania w danych stabilności firmy. Wydawałoby się, że to bardzo szczytny cel. Ale księgowi dość słusznie sprzeciwili się tej praktyce, uznając ją za zaciemnianie prawdziwych zysków. Nalegali, aby co roku przedstawiać zyski tak, jak wyglądają w rzeczywistości – dobrze albo źle – a inwestorzy i analitycy sami je uśrednią albo wyrównają. Obecnie, jesteśmy świadkami zjawiska odwrotnego, każdy jak najwięcej obciążeń zrzuca na rok 1970. Ma to na celu nie tylko posprzątanie przed 1971 rokiem, ale też specjalne przygotowanie na wykazanie zadowalających zysków na akcję.

Czas powrócić do naszego pierwszego pytania. A zatem, ile wyniosły rzeczywiste zyski ALCOA w 1970 roku? Oto odpowiedź: 5,01 dolara na akcję po „rozwodnieniu", *minus* część z 82 centów „obciążeń specjalnych", które rzeczywiście można przypisać wydarzeniom z 1971 roku. Ale nie wiemy, jaka to część *i dlatego nie jesteśmy w stanie poznać rzeczywistych zysków w tym roku.* Powinniśmy dostać takie informacje od zarządu i audytorów, ale nic z tego. Ponadto zarząd i audytorzy powinni odjąć te obciążenia od zwyczaj-

* Firma, której nazwę Graham dyskretnie przemilczał, to najwyraźniej American Machine & Foundry (AMF Corp.), jeden z najbardziej rozrośniętych konglomeratów końca lat 60. Był to poprzednik dzisiejszego AMF Bowling Worldwide, które prowadzi kręgielnie i produkuje do nich sprzęt.

nych zysków w następnych, powiedzmy, pięciu latach. Tego najwyraźniej również nie uczynili, ponieważ całą sumę od razu przypisali do roku 1970.

Z im większą powagą, inwestorzy traktują publikowane dane o zyskach na akcję, z tym większą ostrożnością powinni podchodzić do różnych czynników uwzględnianych przez księgowość, które mogą uniemożliwiać rzeczywiste porównywanie tych wartości. Wspomnieliśmy tutaj o trzech tego rodzaju czynnikach: o stosowaniu *obciążeń specjalnych*, które mogą nigdy nie znaleźć odzwierciedlenia w zyskach na akcję, o redukowaniu wpływu *odliczeń podatkowych* uzyskanych dzięki stratom z minionych lat oraz o *rozwodnieniu* wywołanym znaczną liczbą papierów wymiennych i upoważnień do zakupu akcji.[1] Czwarty czynnik, o znacznym wpływie na przedstawiane zyski z lat ubiegłych, to metoda potraktowania deprecjacji – chodzi przede wszystkim o różnice między planem „prostolinijnym" a „przyśpieszonym". Nie wnikamy tutaj w szczegóły. Ale pozwolimy sobie przytoczyć, aktualny w chwili pisania tych słów, raport Trane Co. z 1970 roku. Firma ta wykazała niemal 20% wzrostu zysku na akcję, w stosunku do 1969 roku – z 2,76 dolara do 3,29 dolara – ale ponad połowa wynikała z przywrócenia starej, prostolinijnej metody wyliczania deprecjacji, która mniej obciążała zyski niż zastosowana rok wcześniej metoda przyśpieszona (przy wyliczaniu podatku dochodowego, firma ta zastosuje znów metodę przyśpieszoną i dzięki niej uzyska odroczenie płatności podatku). Jeszcze jeden czynnik, czasami bardzo ważny, to wybór między zapisaniem obciążeń związanych z kosztami badawczo-rozwojowymi w roku, w którym rzeczywiście zostały poniesione, a rozłożeniem ich na kilka lat. I na koniec pozwolimy sobie wspomnieć o wyborze między metodami wyceny majątku.*

Oczywiste wydaje się, że inwestorzy nie powinni przejmować się tego typu metodami księgowymi, jeśli dotyczą one stosunkowo niewielkich sum. Niemniej jednak, na Wall Street tak już jest, że nawet drobiazgi bywają trak-

* Obecnie, inwestorzy muszą wystrzegać się innych „czynników uwzględnianych przez księgowość", które mogą wypaczać obraz przedstawianych zysków. Jeden z nich to oświadczenia finansowe „pro forma", czyli „jak gdyby" – pokazujące zyski, jak gdyby nie istniały oficjalne przepisy księgowe GAAP. Kolejny, to efekt rozcieńczania za pomocą emisji milionów opcji udziałów, w ramach wynagrodzenia dla zarządu, a potem wykupywanie milionów akcji i powstrzymywanie redukcji wartości akcji zwykłych. Następny to nierealistyczne założenia odnośnie rentowności funduszy emerytalnych, które mogą sztucznie zawyżać zyski w dobrych latach i zaniżać w złych. Jeszcze jeden to „jednostki do celów specjalnych", czyli podległe lub partnerskie firmy, które wykupują ryzykowne aktywa lub zobowiązania przedsiębiorstwa i w ten sposób „usuwają" je z bilansu. Inny sposób wypaczania zysków to traktowanie marketingu i innych „miękkich" kosztów jak aktywa przedsiębiorstwa, a nie jak zwyczajne wydatki związane z prowadzeniem działalności gospodarczej. Opiszemy w skrócie tego typu praktyki w Komentarzu do tego Rozdziału.

towane bardzo poważnie. Dwa dni, przed ukazaniem się w *Wall Street Journal* sprawozdania ALCOA, gazeta ta zamieściła omówienie podobnego sprawozdania Dow Chemical. Artykuł wieńczyło zdanie, że „wielu analityków" było zakłopotanych faktem, że w 1969 roku Dow doliczyło pewną pozycję wysokości 21 centów do zysków zwyczajnych, zamiast potraktować je jako pozycję z „zysków nadzwyczajnych". Skąd ta wrzawa? Ponieważ, rzekomo, wycena Dow Chemical opiewająca w sumie na wiele milionów dolarów, zależała od dokładnego wzrostu procentowego w 1969 roku w stosunku do 1968 roku – w tym przypadku mogło to być 9% lub 4½%. Taka sytuacja wydaje nam się nieco absurdalna. Bardzo mało prawdopodobne, że tak niewielka różnica dotycząca wyników jednego roku, mogła znacząco wpłynąć na średnie przyszłe zyski lub na wzrost czy też na konserwatywną, realistyczną wycenę całego przedsiębiorstwa.

Dla kontrastu przyjrzyjmy się jeszcze jednemu omówieniu, które także ukazało się w styczniu 1971 roku. Dotyczyło sprawozdania Northwest Industries Inc. za 1970 rok.* Firma planowała odpisać sobie, w ramach specjalnego obciążenia, aż 264 mln dolarów na raz. Z tego 200 mln przypadało na stratę, którą ma ponieść w wyniku proponowanej sprzedaży przedsiębiorstwa kolejowego jego pracownikom i zbilansowania odpisu z tytułu niedawnego zakupu akcji. Ta suma, spowodowałaby stratę około 35 dolarów na akcję zwykłą (przed rozwodnieniem), czyli dwukrotność bieżącej ceny rynkowej. Mamy tu coś naprawdę ważnego. Jeśli transakcja dojdzie do skutku, a prawo podatkowe nie ulegnie zmianie, ta strata zaliczona do roku 1970, pozwoli Northwest Industries zrealizować 400 mln dolarów zysku w przyszłości (przez pięć lat), z różnych zdywersyfikowanych przedsięwzięć i nie płacić od tego podatku dochodowego.** Jaki zatem będzie realny zysk tego przedsiębiorstwa? Czy wyliczać go z uwzględnieniem, czy bez podatku dochodowego, w wysokości niemal 50%, który nie będzie musiał być zapłacony? Naszym zdaniem, właściwa kalkulacja powinna najpierw

* Northwest Industries to holding, w skład którego wchodziły m.in. Chicago and Northwestern Railway Co. oraz Union Underwear (twórca marek BVD i Fruit of the Loom). Został przejęty w 1985 roku, przez zadłużonego finansistę Williama Farleya, który postawił go na nogi. Na początku 2002 roku, Warren Buffett's Berkshire Hathaway Inc. wszczęło postępowanie upadłościowe przeciwko Fruit of the Loom.

** Graham powołuje się tutaj na przepis federalnego prawa podatkowego, który pozwala przedsiębiorcom „przenieść do przodu" straty netto z prowadzonej działalności. W myśl obecnego kodeksu podatkowego, straty można „przenosić" nawet przez 20 lat, redukując zobowiązania finansowe firmy przez cały ten okres (a w rezultacie osiągać wyższe zyski po opodatkowaniu). A zatem, inwestorzy powinni się zastanowić, czy straty poniesione w przeszłości, rzeczywiście *nie poprawią* zysków netto w przyszłości.

ustalić potencjał zysków, z uwzględnieniem pełnych zobowiązań podatkowych i na tej podstawie określić dość szerokie pojęcie wartości akcji. Wtedy należy ją powiększyć o pewną sumę wynikającą z ważnego, ale tymczasowego zwolnienia z podatku (należy także ją pomniejszyć, bo w tym przypadku istnieje możliwość znacznego rozcieńczenia. Jeśli przywileje zostaną wykorzystane, to wymienne akcje preferowane i upoważnienia, mogą nawet podwoić liczbę akcji zwykłych).

Wszystko to może nieco zdziwić naszych czytelników i wprawić ich w zakłopotanie, jednak tak to już jest. Księgowość często stosuje różne sztuczki. Analiza papierów wartościowych bywa bardzo skomplikowana. Na wycenach wartości akcji, można polegać tylko w wyjątkowych przypadkach.* Dla większości inwestorów lepiej będzie, jeśli upewnią się, że za zapłaconą cenę dostają papiery o dobrej wartości – i tak niech zostanie.

Wykorzystanie średnich zysków

Dawniej, inwestorzy i analitycy bardzo zwracali uwagę na średnie zyski z dość długiego okresu, zazwyczaj od siedmiu do 10 lat. Ta „średnia"**, wyrównywała częste wzrosty i spadki cykli gospodarczych, i uchodziła za lepszą koncepcję określającą potencjał zysków przedsiębiorstwa niż same wyniki z ostatniego roku. Do najważniejszych zalet takiego uśredniania należy to, że rozwiązuje ono kłopot niemal ze wszystkimi obciążeniami specjalnymi i kredytami. W uśrednionych zyskach muszą one być *uwzględnione*. Z całą pewnością, na historię działalności przedsiębiorstwa, składa się większość tych zysków i strat. Gdybyśmy zastosowali tę metodę do ALCOA, średnie zyski z 10 lat (1960–1970) wyniosłyby 3,62 dolara, a z siedmiu lat (1964–1970) 2,62 dolara na akcję. Jeśli te dane zestawić ze stopami wzrostu i stabilnością zysków w tym samym okresie, to otrzymamy całkiem rzetelny obraz dotychczasowych wyników.

* Inwestorzy powinni zapisać sobie te słowa i często przypominać: „Na wycenach wartości akcji, można polegać tylko w wyjątkowych przypadkach". O ile ceny większość akcji, przez większość czasu są mniej więcej prawidłowe, o tyle cena akcji i wartość ich spółki, prawie nigdy nie idą w parze. Na rynkowym ustaleniu ceny często nie można polegać. Niestety, często także margines błędu wyceny rynkowej nie jest na tyle szeroki, aby uzasadniać koszty operowania akcjami. Inteligentny inwestor musi starannie wycenić koszty transakcji i podatku, zanim spróbuje wykorzystać niedopasowanie ceny do wartości. Nigdy też nie powinien liczyć, że sprzeda dokładnie po takiej samej cenie, jaka została podana w aktualnych notowaniach.

** Graham ma na myśli wartość opisaną w poprzednim zdaniu.

Obliczenia dotychczasowej stopy wzrostu

Jest kwestią najwyższej wagi, aby czynnik wzrostu z dotychczasowej działalności firmy, został rozpatrzony we właściwy sposób. Jeśli wzrost był duży, to ostatnie zyski będą znacznie przekraczać średnią z poprzednich siedmiu lub 10 lat, a analitycy mogą uznać te liczby za mało ważne. Ale tak być nie musi. Na zyski można spojrzeć *jednocześnie* pod kątem uśrednionych i najnowszych danych. Radzimy, aby stopę wzrostu wyliczać na podstawie porównania średniej za ostatnie trzy lata i odpowiedniej liczby dla 10 lat (tam, gdzie istnieje problem „specjalnych obciążeń albo kredytów", warto wypracować jakieś kompromisowe podejście). Proszę zwrócić uwagę na poniższe wyliczenia wzrostu dla ALCOA, Sears Roebuck i DJIA jako całość.

Komentarz: O liczbach tych można długo dyskutować. Prawdopodobnie, jak wiele innych, opartych na skomplikowanych wyliczeniach matematycznych, pokazują wzrost zysków za długi okres 1958–1970. Ale jak te liczby, uważane powszechnie za najważniejsze przy wycenie akcji zwykłych, mają się do przypadku ALCOA? Jej wcześniejsza stopa wzrostu była doskonała, nieco wyższa niż Sears Roebuck i znacznie wyższa niż spółki z DJIA. Jednak wydaje się, że cena giełdowa z początku 1971 roku, nie brała pod uwagę tych znakomitych dokonań. Cena ALCOA była tylko 11½ razy wyższa niż średnie zyski z ostatnich trzech lat, a Sears 27 razy i DJIA ponad 15. Jak do tego doszło? Najwyraźniej Wall Street miała dość pesymistyczne podejście do przyszłych zysków ALCOA. To dziwne, że wysoka cena ALCOA została osiągnięta jeszcze w 1959 roku. Wtedy akcje sprzedawały się po 116, czyli 45 razy zyski (dla porównania, w 1959 roku, Sears Roebuck kosztowały 25½, czyli 20 razy ówczesne zyski). Chociaż od tego czasu zyski ALCOA rosły wspaniale, najwyraźniej cena rynkowa jest znacznie zawyżona, wobec możliwości na przyszłość. Na zamknięcie 1970 roku, wynosiła dokładnie połowę z 1959 roku, a Sears potroiła cenę, natomiast średnia DJIA podskoczyła o prawie 30%.

Trzeba podkreślić, że zyski na kapitał* były zaledwie na poziomie średniej albo poniżej i być może to był czynnik decydujący. Wysoki mnożnik na giełdzie, mógłby się *utrzymać* tylko wtedy, gdyby przedsiębiorstwo ciągle miało zyskowność wyższą niż przeciętna.

* Graham zastosował tu określenie „zyski na kapitał", które jest tradycyjną nazwą wysokości zysków wobec wartości księgowej, czyli zysk netto podzielony przez aktywa rzeczowe przedsiębiorstwa.

Tabela 12.1.

	ALCOA	Sears Roebuck	DJIA
Średnie zyski 1968–1970	4,95[a] dol.	2,87 dol.	55,40 dol.
Średnie zyski 1958–1960	2,08 dol.	1,23 dol.	31,49 dol.
Wzrost	141,0%	134,0%	75,0%
Roczna stopa	9,0%	8,7%	5,7%

[a] Zostały tu odjęte trzy piąte specjalnych opłat w wysokości 82 centów w 1970.

Zastosujmy teraz do ALCOA, przedstawiony w poprzednim rozdziale, „dwuczęściowy proces wyceny".* Taka metoda określiłaby „wartość wyników z przeszłości" na poziomie 10% DJIA, czyli 84 dolary na akcję w porównaniu z 840 dla DJIA w 1970 roku. Przy takim podejściu, cena $57^1/_4$ wypadłaby całkiem atrakcyjnie.

W jaki sposób starszy analityk doszedł do wniosku, że „wartość wyników z przeszłości", w przyszłości będzie się zmieniać w przeciwnym kierunku? Szczerze mówiąc, nie mamy pojęcia. Przypuśćmy, że miał jakieś powody, aby przypuszczać, że zyski w 1971 roku będą wynosić zaledwie 2,50 dolara na akcję – do znaczny spadek w stosunku do 1970 roku – wbrew wzrostowi oczekiwanemu od DJIA. Być może giełda potraktowałaby te słabe wyniki bardzo poważnie, ale czy to możliwe, aby potężne niegdyś Aluminum Company of America, mogło zostać uznane za *niedochodowe* przedsiębiorstwo, którego akcje trzeba wycenić poniżej aktywów trwałych?** (W 1971 roku cena spadła z 70 w maju, do 36 w grudniu, przy wartości księgowej 55).

ALCOA to z pewnością reprezentatywne duże przedsiębiorstwo, ale naszym zdaniem historia jego cen i zysków jest bardziej niezwykła, a czasami zupełnie odwrotna, niż większości tego rodzaju firm. Ten przykład potwierdza jednak nasze wątpliwości z ostatniego rozdziału, na temat zaufania do procedur wyceny typowego przedsiębiorstwa przemysłowego.

* Patrz: str. 273–274.

** Najnowsze historie – i sterta analiz finansowych – pokazują, że dla spółek szybkiego wzrostu, które nagle wykazują spadek zysków, giełda nie ma litości. Jeśli przedsiębiorstwa o bardziej umiarkowanym wzroście, jak ALCOA w czasach Grahama albo Anheuser-Busch lub Colgate-Palmolive w naszych czasach, odnotowują spadki zysków, przechodzą nieco łagodniejsze spadki giełdowe. Wielkie oczekiwania prowadzą do wielkich rozczarowań. Jeśli natomiast nie zostaną spełnione mniejsze oczekiwania, reakcja jest łagodniejsza. A zatem, w posiadaniu akcji wzrostowych najbardziej ryzykowne jest nie to, że wzrost się zatrzymuje, ale to, że staje się po prostu wolniejszy. A na dłuższą metę nie tylko ryzykujemy takie spowolnienie, ale możemy być go pewni.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 12

Szybciej obrabuje cię fircyk z piórem niż z pistoletem.

Bo Diddley

Gra w numerki

Nawet Graham zdziwiłby się, do jakiego stopnia w ostatnich latach firmy i ich księgowi przesunęli granice przyzwoitości. Sowicie wynagradzani opcjami udziału dyrektorzy, zdali sobie sprawę, że zbiją bajeczny majątek, jeśli tylko na kilka lat z rzędu podwyższą zyski swojej firmy.* Setki przedsiębiorstw narusza ducha – o ile nie literę – zasad księgowości, zamieniając raporty finansowe w bełkot, w którym fatalne wyniki kryją się za maską kosmetycznych upiększeń, pozornych kosztów i zysków pisanych palcem na wodzie. Przyjrzyjmy się kilku takim niecnym praktykom.

Jak gdyby!

Do najpowszechniejszych chyba sztuczek z księgowością należy „pro forma". Na Wall Street istnieje powiedzenie, że każda marna koncepcja ma swój początek w genialnym pomyśle. Dotyczy to także „pro forma". Pierwotnym założeniem, było pokazywanie rzeczywistego obrazu długoterminowego wzrostu zysków, przez wyrównywanie rzekomo „pojedynczych" zdarzeń albo krótkoterminowych odstępstw od trendu. Na przykład, podana do prasy informacja pro forma pokazywała, jakie zyski mogłaby mieć spółka w ostatnim roku, gdyby firma, którą przejęła „należała do rodziny" przez ostatnich 12 miesięcy.

Ale w latach 90., firmy już nie mogły się bez tej metody obejść. Proszę spojrzeć na poniższe przykłady sztuczek:

* Więcej na temat tego, w jaki sposób opcje udziałów mogą wzbogacić dyrektorów – a niekoniecznie inwestorów z zewnątrz – znajdziesz w Komentarzu do Rozdziału 19.

- Za kwartał kończący się 30 września 1999 roku, InfoSpace Inc. przedstawiło zyski pro forma, jak gdyby nie zapłaciło 159,9 mln dolarów dywidend z akcji uprzywilejowanych.
- Za kwartał kończący się 31 października 2001 roku, BEA Systems Inc. przedstawiło zyski pro forma, jak gdyby nie zapłaciło 193 mln dolarów podatków z opcji udziałów zrealizowanych przez pracowników.
- Za kwartał kończący się 31 marca 2001 roku, JDS Uniphase Corp. przedstawiło swoje zyski pro forma, jak gdyby nie zapłaciło 4 mln dolarów podatków, nie straciło 7 mln na inwestycji w złe akcje i nie poniosło 2,5 mld wydatków związanych z fuzjami i kwestiami reputacji.

Krótko mówiąc, zyski pro forma pozwalają przedsiębiorstwom zaprezentować, jak dobrze zrobiły, gdyby tego nie zrobiły tak źle, jak w rzeczywistości zrobiły.* Jako inteligentny inwestor, jedyne co możesz zrobić z zyskami pro forma, to zignorować je.

Głód uznania

W 2000 roku, wydawało się, że gigant telekomunikacyjny Qwest Communications International Inc. ma silną pozycję. Chociaż średnia rynkowa spadła o 9%, on stracił tylko 5%.

Jednak sprawozdanie finansowe Qwest, zawierało dziwną rzecz. Pod koniec 1999 roku, przedsiębiorstwo postanowiło zaliczyć sobie przychody z książek telefonicznych zaraz po ich wydaniu, chociaż każdy, kto kiedykolwiek zamieszczał ogłoszenie na żółtych stronach, wie, że wiele przedsiębiorstw płaci za te ogłoszenia w miesięcznych ratach. Czary-mary! Taka niewinnie brzmiąca „zmiana w zasadach księgowania", podwyższyła dochody netto o 240 mln dolarów po odliczeniu podatków, czyli o jedną piątą wszystkich pieniędzy, które w tym roku zarobiło Qwest.

* Wszystkie te przykłady pochodzą bezpośrednio z informacji prasowych, przekazywanych przez same firmy. Wspaniałą satyrę na to, jak wyglądałoby codzienne życie, gdybyśmy przedstawiali nasze zachowania tak, jak przedsiębiorstwa przestawiają w sprawozdaniach swoje zyski, napisał Rob Walker. Jej tytuł to *My Pro Forma Life*, http://slate.msn.com/?id=2063953. („...potraktujmy półkilowy stek z kością, zjedzony na lunch w Smith & Wollensky oraz trzy kieliszki burbona za wydatek jednorazowy. To się nigdy nie powtórzy!").

Tak jak góra lodowa na powierzchni pokazuje tylko swój czubek, tak tego typu księgowanie zysków sygnalizuje niebezpieczeństwa znacznie bardziej rozległe i głębokie. Nie inaczej było w przypadku Qwest. Na początku 2003 roku, po przejrzeniu wcześniejszych sprawozdań finansowych, firma ogłosiła, że przedwcześnie uznała zyski ze sprzedaży sprzętu, niewłaściwie zaksięgowała koszty usług świadczonych przez kontrahentów, błędnie wpisała koszty po stronie zysków i bezpodstawnie potraktowała wymianę aktywów jako sprzedaż. Z tego wszystkiego wynikało, że Qwest przeszacowało zyski za rok 2000 i rok 2001 o 2,2 mld dolarów, w tym 80 mln z wcześniej opisywanej „zmiany w zasadach księgowania".*

Przestępstwa kapitałowe

Pod koniec lat 90., Global Crossing Ltd. przejawiała ogromne ambicje. Spółka z siedzibą na Bermudach, budowała „pierwszą zintegrowaną globalną sieć światłowodową" z ponad 100 000 mln kabli, w dużej mierze układanych na dnach oceanów. Po okablowaniu świata, Global Crossing miała sprzedawać firmom komunikacyjnym prawo do korzystania z sieci. W 1998 roku, na konstrukcję sieci światłowodowej wydała 600 mln dolarów. W tym samym roku, prawie jedna trzecia budżetu na budowę, została odliczona od dochodów jako wydatek o nazwie „koszt sprzedaży wydajności". Gdyby nie te 178 mln dolarów, Global Crossing – która zgłosiła 96 mln straty netto – mogłaby zgłosić około 82 mln zysku netto.

W tym samym roku, jak wynika z przypisu do sprawozdania rocznego z 1999 roku, Global Crossing „zainicjowała księgowanie usług zakontrakto-

* W 2002 roku, Qwest należało do 330 spółek pozostających w publicznym obrocie, które zmieniły swoje sprawozdania finansowe. Według Huron Consulting Group, był to rekord wszechczasów. Wszystkie informacje na temat Qwest, pochodzą z oświadczeń finansowych złożonych w SEC (sprawozdanie roczne, Formularz 8K i Formularz 10-K), znalezionych w bazie danych EDGAR na www.sec.gov. Do wyśledzenia „zmiany w zasadach księgowania", nie była potrzebna żadna dodatkowa wiedza oprócz tej, którą Qwest cały czas podawał do wiadomości publicznej. A jak przez ten czas zachowywały się akcje Qwest? Pod koniec 2000 roku, kosztowały 41 dolarów, a ich całkowita wartość rynkowa wynosiła 67,9 mld dolarów Na początku 2003 roku, cena Qwest wynosi około 4 dolarów, a wartość całej firmy 7 mld, co stanowi 90% straty. Spadek ceny akcji to nie jedyny efekt podawania zysków wyssanych z palca. Niedawne badania, przeprowadzone na próbce 27 firm wykazały, że przedsiębiorstwa oskarżone przez SEC o fałszowanie księgowości, zapłaciły nadwyżkę podatku federalnego w wysokości 320 mln dolarów. Chociaż urząd skarbowy zwróci większą część tej sumy, nie skorzystają na tym udziałowcy (patrz: Merle Erickson, Michelle Hanlon i Edward Maydew, *How Much Will Firms Pay for Earnings that Do Not Exist?* na http://papers.ssrn.com).

wanych". Przestała odpisywać większość wydatków budowlanych, jako koszty uzyskania przychodu ze sprzedaży wydajności swojej sieci. Teraz, znaczna część wydatków na budowę, nie była traktowana jako koszty operacyjne, lecz jako nakłady kapitałowe – co powiększało całkowite aktywa, zamiast obniżać dochody netto.*

Myk... i na jedno skinienie, aktywa trwałe wzrosły o 575 mln dolarów, a koszty sprzedaży – o 350 mln dolarów, chociaż firma wydawała pieniądze, jak pijany marynarz po zejściu ze statku.

Wydatki kapitałowe, służą menedżerom jako podstawowe narzędzie poprawy i powiększania, dobrze działającego przedsiębiorstwa. Ale elastyczne reguł księgowania, pozwalają menedżerom windować przedstawiane zyski, przez zamianę normalnych wydatków operacyjnych, w aktywa kapitałowe. Jak pokazuje przypadek Global Crossing, inteligentny inwestor powinien wiedzieć co, jak i dlaczego podlega w firmie kapitalizacji.

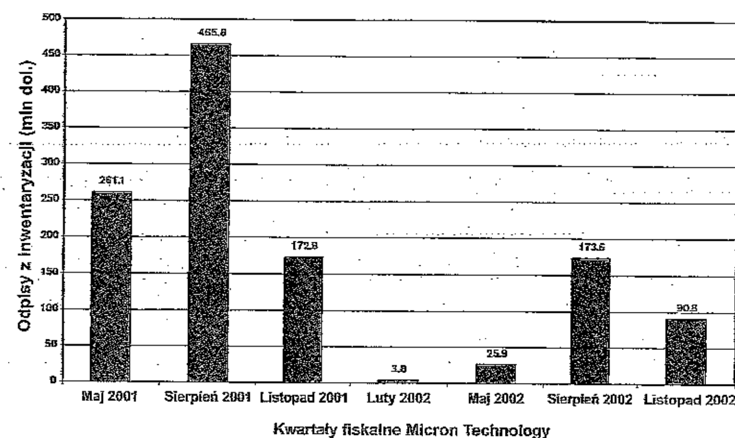
Historia wynalazków

Micron Technology Inc., podobnie jak wielu producentów półprzewodników, zanotowało w 2000 roku spadek obrotów. Spadek popytu Micron odczuło tak dotkliwie, że musiało od swojej wartości odpisywać wynalazki, ponieważ klienci najwyraźniej nie wyceniali ich na tyle, ile żądało Micron. W kwartale zakończonym w maju 2001 roku, przedsiębiorstwo to obcięło wartość swoich wynalazków o 261 mln dolarów. Większość inwestorów zinterpretowała to nie jako normalne redukowanie kosztów operacyjnych, lecz jako wydarzenie niezwykłe.

Proszę zobaczyć, co się stało:

* Wcześniej, Global Crossing traktowało większość wydatków budowlanych jako koszty odpisywane od zysków, wypracowanych ze sprzedaży lub leasingu praw do swojej sieci. Klienci płacili z góry, chociaż niektórzy rozłożyli płatności na okres do czterech lat. Jednak Global Crossing nie zaksięgowało tych dochodów z góry, tylko odroczyło je na czas trwania dzierżawy. Za to teraz, ponieważ użytkowa żywotność sieci została określona na 25 lat, Global Crossing traktuje je jako deprecjonujące się aktywa kapitałowe. Chociaż takie podejście mieści się w zasadach GAAP, nie wiadomo dlaczego Global Crossing nie zastosowało ich przed 1 października 1999 roku, ani co skłoniło go do wprowadzenia zmiany. W marcu 2001 roku, całkowita wartość rynkowa akcji wynosiła 12,6 mld dolarów. A 28 stycznia 2002 roku, wniosek o upadłość zaniżył cenę akcji praktycznie do zera.

Ilustracja 12.1. Stare spółki



Źródło: Sprawozdanie roczne Micron Technology.

Micron dokonywało kolejnych odpisów wartości wynalazków, w każdym z kolejnych sześciu kwartałów fiskalnych. Czy dewaluacja wynalazków Micron to wydarzenie jednorazowe, czy też stan chroniczny? Można na ten temat dyskutować, ale jedno jest pewne: inteligentny inwestor musi wobec jednorazowych kosztów zachowywać ostrożność równie wytrwale, jak króliczek Energizera.*

Miara emerytury

W 2001 roku, SBC Communications Inc., które ma udziały w Cingular Wireless, PacTel i Southern New England Telephone, osiągnęło 7,2 mld dolarów dochodów netto – to znakomity wynik w roku, który okazał się zły dla całej zatłoczonej branży telekomów. Ale zyski nie pochodziły tylko z działalności SBC. Aż 1,4 mld – czyli 13% dochodów netto – pochodziło z planu emerytalnego.

Ponieważ SBC ma na kontach emerytalnych zainwestowane więcej pieniędzy niż szacunkowo będzie potrzebne do wypłacania pracownikom przyszłych świadczeń, traktuje tę różnicę jak przychód bieżący. Oto prosty

* Dziękuję za ten przykład Howardowi Schilitowi i Markowi Hamelowi z Center for Financial Research and Analysis.

powód powstania takiej nadwyżki: w 2001 roku, z 8,5% do 9% wzrosła stopa zwrotu spodziewana z inwestycji w plany emerytalne, co obniżyło sumę pieniędzy, którą trzeba odłożyć na bieżąco.

SBC wyjaśniło wzrost swoich oczekiwań oświadczeniem, że „w każdym z trzech lat przed końcem 2001 roku, rzeczywisty zwrot z dziesięcioletniej inwestycji przekroczył 10%". Innymi słowy – dotąd nasze zyski były wysokie, wiec możemy założyć, że w przyszłości będzie tak samo. Ale takie twierdzenie nie tylko łamie zasady logiki, ale także ignoruje fakt, że stopy procentowe spadły do niemal rekordowo niskiego poziomu, co zaniży przyszłe zyski z obligacji zawartych w portfelach funduszy emerytalnych.

A na przykład Warren Buffett's Berkshire Hathaway, w tym samym roku, *obniżyło* spodziewaną stopę zwrotu z lokat emerytalnych z 8,3% do 6,5%. Czy SBC postępuje realistycznie, jeśli zakłada, że menedżerowie funduszy emerytalnych tak bardzo wyprzedzą oczekiwania jednego z najznakomitszych na świecie inwestorów? Raczej nie. W 2001 roku, fundusz emerytalny Berkshire Hathaway uzyskał 9,8%, a SBC – stracił 6,9%.*

Oto pytania dla inteligentnego inwestora: Czy „zyski z planu emerytalnego netto" wynoszą więcej niż 5% dochodów firmy netto? (*Jeśli tak, to czy nadal będziesz czuł się bezpiecznie, z pozostałymi zyskami firmy, kiedy w przyszłych latach zysk z planów emerytalnych zniknie?*) Czy „długoterminowa stopa zwrotu z aktywów planu emerytalnego" wygląda rozsądnie? (*W 2003 roku 6,5% wydaje się mało prawdopodobne, a wszystko powyżej tego poziomu to czysta ułuda*).

Ostrzeżenia dla inwestora

Kilka poniższych porad pomoże ci uniknąć zakupu akcji, które okażą się bombą zegarową.

Czytaj od tyłu. Kiedy przeglądasz sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa, zacznij czytać od ostatniej strony i powoli przesuwaj się do pierwszej. Wszystko, co firma chciałaby przed tobą ukryć, znajduje się na końcu – i właśnie dlatego trzeba tam zaczynać.

Czytaj przypisy. *Nigdy* nie kupuj akcji, jeśli nie przeczytałeś przypisów do raportu finansowego, zawartego w sprawozdaniu rocznym. W „podsumowaniu polityki księgowania", znajduje się opis, jaką metodą firma wyliczyła zyski i majątek; w jaki sposób potraktowała spłatę rat i kontrakty; jak wyliczyła koszty marketingu i jak zaksięgowała inne aspekty działalności.* W innych przypisach, należy zwracać uwagę na ujawnienie zadłużenia, opcji udziałów, kredytów udzielanych klientom, rezerw na wypadek strat i innych „ryzykownych czynników", które potrafią znacznie uszczuplić zyski. Powinieneś też być wyczulony na, m.in. fachowe terminy typu „kapitalizacja", „odroczenie" i „restrukturyzacja" oraz zwykłe słowa sygnalizujące, że firma zmienia swoje praktyki księgowania, na przykład „począwszy od", „zmiana" i „jednak". Żaden z tych zwrotów nie oznacza, że należy powstrzymywać się od kupna akcji, ale że trzeba drążyć głębiej. Postaraj się także porównać przypisy do oświadczenia finansowego, z co najmniej jedną firmą konkurencyjną, aby sprawdzić, na ile „kreatywne" jest księgowanie.

* Zyski wyliczone przez podzielenie sumy dochodów netto z aktywów planu emerytalnego z początku roku, przez „rzeczywiste zyski z aktywów".

Czytaj więcej. Jeśli jesteś inwestorem przedsiębiorczym i zamierzasz poświęcać swojemu portfelowi wiele czasu i energii, do ciebie należy poszerzenie wiedzy na temat sporządzania raportów finansowych. To jedyny sposób, aby zminimalizować ryzyko, że zostaniesz wyprowadzony w pole. Oto trzy rzetelne, pełne konkretnych przykładów książki godne polecenia: Martin Fridson i Fernando Alvarez, *Financial Statement Analysis*, Charles Mulford i Eugene Comiskey, *The Financial Numbers Game* oraz Howard Schilit *Financial Shenanigans*.**

* Nie daj się zwieść nudnemu słowotokowi przypisów na temat księgowania. Są one napisane w taki sposób, aby zniechęcić normalnych ludzi do czytania. I właśnie dlatego trzeba je czytać. Na przykład przypis ze sprawozdania rocznego Informix Corp. informował, że „generalnie firma uwzględnia zyski licencyjne ze sprzedaży licencji do oprogramowania, z chwilą dostawy oprogramowania do klienta. Jednak w przypadku niektórych producentów sprzętu komputerowego i końcowych odbiorców licencji, z płatnościami za 12 miesięcy, firma uznaje zyski z chwilą, gdy kontrahent podpisuje zobowiązanie kontraktowe na minimalną opłatę licencyjną, o ile taki producent sprzętowy lub licencjobiorca spełnia kryteria ustalone przez firmę". A mówiąc po ludzku, Informix informuje, że przypisuje sobie zyski nawet wtedy, gdy jeszcze nie sprzedał oprogramowania „końcowemu odbiorcy" (takim mianem Informix ochrzcił swoich klientów). Pod zarzutami SEC, że Informix dokonał przestępstw księgowych, firma przeszacowała swoje zyski i usunęła tego typu „sprzedaże" za 244 mln dolarów. W tym przypadku, nabiera znaczenia ostrzeżenie, aby to, co wydrukowane, czytać z odpowiednią dozą sceptycyzmu. Dziękuję Martinowi Fridsonowi za podsunięcie tego przykładu.

** Martin Fridson i Fernando Alvarez, *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide* (John Wiley & Sons, Nowy Jork 2002); Charles W. Mulford i Eugene E. Comiskey, *The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices* (John Wiley & Sons, Nowy Jork 2002); Howard Schilit, *Financial Shenanigans* (McGraw-Hill, Nowy Jork, 2002). Książka Benjamina Grahama *The Interpretation of Financial Statements* (HarperBusiness, Nowy Jork, 1998 reprint z wydania 1937), to nadal wspaniałe wprowadzenie w zasady kosztów, zysków, aktywów i pasywów.

ROZDZIAŁ 13

Porównanie czterech spółek giełdowych

W tym rozdziale chcemy przedstawić praktyczną próbkę analizy papierów wartościowych. Wybraliśmy mniej lub bardziej losowo cztery spółki notowane na New York Stock Exchange. Są to ELTRA Corp. (powstała z fuzji Electric Autolite i Mergenthaler Linotype), Emerson Electric Co. (producent artykułów elektrycznych i elektronicznych), Emery Air Freight (krajowy przewoźnik lotniczy) i Emhart Corp. (dawniej tylko twórca maszyn butelkujących, a obecnie także producent sprzętu budowlanego).* Między tymi przedsiębiorstwami produkcyjnymi jest wiele podobieństw, ale różnice okażą się bardziej znaczące. Aby przeprowadzić stosowną analizę, należy zgromadzić odpowiednią ilość danych.

W tabeli 13.1. przedstawiamy zestawienie, z czym te cztery spółki były sprzedawane pod koniec 1970 roku oraz kilka danych na temat działalności w 1970 roku. Dalej, prezentujemy ważne wskaźniki związane, z jednej strony z wynikami działalności, a z drugiej – z ceną. Relacje między zmianami wyników, a zmianami cen wymagają komentarza. Na koniec przedstawiamy podsumowanie każdej ze spółek i podsuwamy pewne porównania, relacje i oceny, pod kątem wymogów konserwatywnego inwestora.

Najbardziej uderza fakt, że cztery wskaźniki cena/zysk, różnią się od siebie znacznie bardziej niż wyniki działalności i kondycja finansowa spółek. Dwie z nich – ELTRA Corp. i Emhart Corp. – miały ceny umiarkowane,

* Wśród tych czterech przykładów, tylko Emerson Electric nadal istnieje w niezmienionej formie. ELTRA Corp. nie jest już przedsiębiorstwem samodzielnym, w latach 70. połączyła się z Bunker Ramo Corp., która zajęła się dostarczaniem notowań giełdowych do firm maklerskich, za pomocą pewnej formy sieci komputerów. Resztki biznesu ELTRA należą teraz do Honeywell Corp. Spółka znana niegdyś jako Emery Air Freight jest teraz oddziałem CNF Inc. Emhart Corp. został w 1989 roku przejęty przez Black & Decker Corp.

Tabela 13.1. Porównanie czterech notowanych spółek

	ELTRA	Emerson Electric	Emery Air Freight	Emhart Corp.
A. Kapitalizacja				
Cena akcji zwykłych 31 grudnia 1970	27	66	57¾	32¾
Liczba akcji zwykłych	7 714 000	24 884 000[a]	3 807 000	4 932 000
	w dolarach			
Wartość rynkowa akcji zwykłych	208 300 000	1 640 000 000	220 000 000	160 000 000
Obligacje i akcje uprzywilejowane	8 000 000	42 000 000	9 200 000	
Kapitalizacja razem	216 300 000	1 682 000 000	220 000 000	169 200 000
B. Dochody				
Sprzedaż 1970	454 000 000	657 000 000	108 000 000	227 000 000
Dochód netto 1970	20 773 000	54 600 000	5 679 000	13 551 000
Zysk na akcję 1970	2,70	2,30	1,49	2,75[b]
Średni zysk na akcję 1968–1970	2,78	2,10	1,28	2,81
Średni zysk na akcję 1963–1965	1,54	1,06	0,54	2,46
Średni zysk na akcję 1958–1960	0,54	0,57	0,17	1,21
Dywidenda bieżąca	1,20	1,16	1,00	1,20
C. Bilans 1970				
Aktywa bieżące	205 000 000	307 000 000	20 400 000	121 000 000
Pasywa bieżące	71 000 000	72 000 000	11 800 000	34 800 000
Aktywa netto na akcję zwykłą	207 000 000	257 000 000	15 200 000	133 000 000
Wartość księgowa na akcję	27,05	10,34	3,96	27,02

[a] Przy założeniu wymiany akcji uprzywilejowanych.
[b] Po obciążeniu specjalną opłatą 13 centów od akcji.
[c] Rok kończący się we wrześniu.

Tabela 13.2. Porównanie czterech notowanych spółek (ciąg dalszy)

	ELTRA	Emerson Electric	Emery Air Freight	Emhart Corp.
B. Wskaźniki				
Cena/zysk 1970	10,0×	30,00×	38,5×	11,90×
Cena/zysk 1968–1970	9,7×	33,00×	45,0×	11,70×
Cena/wartość księgowa	1,0×	6,37×	14,3×	1,22×
Dochód netto/sprzedaż 1970	4,6%	8,50%	5,40%	5,70%
Dochód netto na akcję/wartość księgowa	10,00%	22,20%	34,50%	10,20%
Dywidenda	4,45%	1,78%	1,76%	3,65%
Aktywa bieżące do pasywów bieżących	2,9×	4,3×	1,7×	3,4×
Kapitał obrotowy/zadłużenie	bardzo duży	5,6×	brak zadłużenia	3,4×
Wzrost zysku na akcję:				
1968–1970 a 1963–1965	+81%	+87%	+135%	+14%
1968–1970 a 1958–1970	+400%	+250%	bardzo duże	+132%
C. Ceny				
1936–1968 min.	¾	1	⅛	3⅝
maks.	50¾	61½	66	58¼
1970 min.	18⅝	42⅛	41	23½
1971 maks.	29⅜	78¾	72	44⅜

odpowiednio 9,7 i 12 razy wyższe od średnich zysków w latach 1968–1970, a dla porównania ten sam wskaźnik dla spółek z DJIA wynosił 15,5. Pozostałe dwa przedsiębiorstwa – Emerson i Emery – wykazały się wysokimi mnożnikami zysków – 33 i 45. Wyjaśnienia tych różnic należy szukać w wyższym wzroście zysków z ostatnich lat, zwłaszcza w przypadku przewoźnika lotniczego (mimo to, o wzroście zysków pozostałych dwóch spółek, nie można powiedzieć, żeby nie był satysfakcjonujący).

Aby przyjrzeć się temu dokładniej, pozwolimy sobie przedstawić w skrócie najważniejsze elementy działalności, które wyłaniają się z naszych danych.

1. *Dochodowość.* Wszystkie cztery spółki prezentują zadowalające zyski w zestawieniu z wartością księgową, ale dane Emerson i Emery są znacznie wyższe niż pozostałych. Wysoka stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału, często idzie w parze z wysoką roczną stopą wzrostu zysków na akcję.* Wszystkie firmy, z wyjątkiem Emery, wykazują lepsze zyski w stosunku do wartości księgowej w roku 1969 niż w roku 1961. Ale wynik Emery był w obydwu tych latach nadzwyczaj wysoki. W przypadku przedsiębiorstw produkcyjnych, zysk na jednego dolara obrotów, to zazwyczaj wskaźnik relatywnej słabości albo siły. Tutaj zastosowaliśmy wskaźnik dochodów operacyjnych do sprzedaży, taki sam, jak ten podawany w *Listed Stock Reports*, wydawanym przez Standard & Poor's. Tutaj także wyniki wszystkich firm są zadowalające, a w przypadku Emerson – wręcz imponujące. Zmiany między 1961 rokiem, a 1969 rokiem różnią się w zależności od spółki.

2. *Stabilność.* Mierzymy ją maksymalnym procentowym spadkiem zysków na akcję, w każdym roku z minionych 10 lat, w zestawieniu ze średnią z trzech ostatnich lat. Brak spadku przekłada się na 100% stabilności. Właśnie taki wyniki osiągnęły dwa koncerny. Ale spadki ELTRA i Emhart były łagodne w słabym roku 1970 i wyniosły 8%, a dla porównania DJIA – 7%.

3. *Wzrost.* Dwie spółki z niskim mnożnikiem, wykazują zadowalającą stopę wzrostu, w obydwu przypadkach wyższą niż spółki z Dow Jones. Dane ELTRY wypadają szczególnie imponująco, jeśli zestawimy je z niskim wskaźnikiem cena/zysk. Oczywiście, u dwóch spółek z wysokim mnożnikiem, wzrost jest jeszcze bardziej imponujący.

4. *Pozycja finansowa.* Trzy przedsiębiorstwa produkcyjne, mają stabilną pozycję finansową i wyższy od normalnego stosunek aktywów bieżących 2:1 – (2 dolary) do pasywów bieżących (1 dolar). Emery Air Freight ma ten wskaźnik niższy, ale należy on do innej kategorii, i przy swoich znakomitych notowaniach nie ma problemów z gromadzeniem potrzebnej gotówki. Wszystkie przedsiębiorstwa mają relatywnie niskie zadłużenie długoterminowe. Kwestia „rozcieńczenia": na koniec 1970 roku, Emerson Electric miało wymienne uprzywilejowane akcje z niską dywidendą, o wartości rynkowej 163 mln dolarów. W naszych analizach, wyliczyliśmy czynnik rozcieńczenia normalnym sposobem, czyli potraktowaliśmy akcje uprzywilejowane jak zwykłe. W ten sposób zyski spadły o 10 centów na akcję, czyli o około 4%.

5. *Dywidendy.* Tutaj najbardziej liczy się nieprzerwana systematyczność wypłat. Najlepsze wyniki ma Emhart, które nie zawieszało wypłaty dywidend ani razu od 1902 roku. Wynik ELTRY również wypada dobrze, Emerson – satysfakcjonująco, a Emery Freight to nowicjusz. Zróżnicowanie w procentach wypłat nie wydaje się znaczące. Procentowo, dywidendy „taniej dwójki", są dwa razy wyższe niż „drogiej dwójki", co koresponduje ze wskaźnikami cena/zysk.

6. *Historia ceny.* Procentowy wzrost cen akcji wszystkich spółek, od minimum do maksimum, na przestrzeni 34 lat, powinien zrobić wrażenie na czytelniku (w każdym przypadku, niska cena została skorygowana późniejszymi podziałami akcji). Proszę zwrócić uwagę, że dla DJIA, rozpiętość między wysokimi a niskimi cenami wynosiła 11 do 1, a w przypadku naszych spółek od „zaledwie" 17 do 1 u Emhart, aż do 528 do 1 u Emery Air Freight.* Tak znaczne różnice cen, są charakterystyczne dla wszystkich starszych spółek giełdowych. Pokazują one, że w przeszłości stanowiły znakomitą okazję do osiągnięcia zysku (ale mogą także pokazywać, jak zawyżone były ich ceny podczas bessy sprzed 1950 roku, gdy doszło do spadków). W latach 1969–1970, gdy załamywały się ceny, ELTRA i Emhart staniały o ponad 50%, Emerson i Emery poniosły poważne, choć mniej dotkliwe straty. Pierwsza z nich odzyskała poziom i pobiła nowy rekord przed końcem 1970 roku, a druga na początku 1971 roku.

* Wskaźnik ten został ujęty w rubryce „zyski netto na jedną akcję/wartość księgowa" w Tabeli 13.2., gdzie przedstawiono dochody netto, jako procent od materialnej wartości księgowej.

* Graham powołuje się na Sekcję C z Tabeli 13.2. i stosunek najwyższej ceny z lat 1936–1968, do najniższej. Na przykład, najwyższa cena Emery na poziomie 66, podzielona przez najniższą 1/8, daje 528, a zatem stosunek najwyższej do najniższej wynosi 528 do 1.

Spostrzeżenia ogólne

Emerson Electric ma ogromną wartość rynkową, przy której trzy pozostałe spółki wyglądają jak karły.* Naszego „olbrzyma o gołębim sercu" omówimy później. Analiza finansowa pobłogosławiona (albo obciążona) dobrą pamięcią, skłania do porównań Emerson Electric z Zenith Radio, co nie dodaje otuchy. Zenith przez wiele lat miało znakomity wzrost. W 1966 roku jego wartość rynkowa również wynosiła 1,7 mld dolarów. Ale zyski spadły z 43 mln w 1968 roku, do zaledwie połowy tej sumy w 1970 roku, a wyprzedaż zanotowana w tym roku, obniżyła cenę do 22½ z poprzedniego maksimum 89. Wysoka wycena to wysokie ryzyko.

Emery Air Freight, wśród naszych czterech spółek byłaby najbardziej obiecującą pod względem przyszłego wzrostu, gdyby wskaźnik cena/zysk (cena 40 razy wyższa od najwyższego zanotowanego zysku), dało się chociaż częściowo uzasadnić. Oczywiście, dotychczasowy wzrost robi wrażenie. Ale w przyszłości, dane te mogą wyglądać inaczej, jeśli weźmiemy pod uwagę, że w 1958 roku, spółka zaczynała od bardzo małych zysków netto – na poziomie zaledwie 570 000 dolarów. Często, gdy obroty i zyski rozrastają się do wysokich poziomów, utrzymanie wysokiej stopy wzrostu okazuje się znacznie trudniejsze. W historii Emery najbardziej zaskakuje fakt, że w 1970 roku, który uznano w branży krajowego lotnictwa pasażerskiego za najgorszy, utrzymywała wzrost zysków i ceny giełdowej. To rzeczywiście znakomite osiągnięcie, ale pojawia się pytanie, czy w przyszłości tym zyskom nie grozi odwrócenie trendów, gdy wzrośnie konkurencja i pojawią się nowe układy między przewoźnikami, a liniami lotniczymi itd. Aby wydać solidną opinię na ten temat, trzeba by przeprowadzić skomplikowane badania, niemniej jednak, konserwatywny inwestor nie może ignorować tych kwestii.

Emhart i ELTRA. W ostatnich 14 latach, Emhart radziła sobie lepiej z prowadzeniem działalności niż na giełdzie. W 1958 roku, jej akcje sprzedawano aż 22 razy powyżej zysków bieżących, czyli mniej więcej na tym samym poziomie co DJIA. Od tamtej pory, jej zyski uległy potrojeniu – a dla porównania zyski Dow wzrosły o 100%. Jednak cena na zamknięcie 1970 roku, była tylko o jedną trzecią wyższa niż maksimum z 1958 roku (dla Dow o 43%). Historia ELTRA wygląda podobnie. Wydaje się, że obecnie spółki te nie mają dla giełdy blasku i „powabu", jednak w danych statystycznych wypadają zaskakująco dobrze. A prognozy na przyszłość? Nie chcemy wróżyć, ale oto co Standard & Poor's miał do powiedzenia na temat tych czterech spółek w 1971:

> ELTRA – „Prognoza długoterminowa: pewne operacje powtarzają się cyklicznie, ale ustabilizowana pozycja konkurencyjna i dywersyfikacja stanowią czynniki wyrównujące".
>
> Emerson Electric – „Chociaż bieżąca cena (71) wydaje się stosowna, w dłuższej perspektywie te akcje wydają się atrakcyjne [...]. Kontynuacja polityki przejęć, silna pozycja w branży przemysłowej oraz przyśpieszenie realizacji programu międzynarodowego, sugerują dalszy postęp obrotów i zysków".
>
> Emery Air Freight – „Na podstawie bieżących perspektyw wydaje się, że akcje wycenione są szczodrze (57), ale warto je trzymać na dłuższą metę".
>
> Emhart – „Mimo tegorocznych ograniczeń, spowodowanych niższymi wydatkami kapitałowymi w branży opakowań szklanych, w 1972 roku lepsza sytuacja gospodarcza powinna dobrze wpłynąć na zyski. Akcje warto trzymać (cena 32)".

Wnioski: Wiele analiz finansowych uznałoby Emerson i Emery za akcje bardziej interesujące niż udziały w dwóch pozostałych spółkach. Po pierwsze, zapewne dlatego, że lepiej „radzą sobie na rynku", a po drugie – z powodu ich ostatnio szybszego wzrostu zysków. Według naszych zasad konserwatywnego inwestowania, pierwszy argument nie przemawia za wyborem tych akcji – na takich mogą sobie bazować spekulanci. Drugi ma pewne znaczenie, ale mocno ograniczone. Czy dotychczasowe zyski i prawdopodobnie korzystne prognozy Emery Air Freight, stanowią uzasadnienie dla ceny, która jest ponad 60 razy wyższa od ostatnich zysków?[1] Oto nasza odpowiedź: jedynie dla kogoś, kto przeprowadził dogłębne badania możliwości tej spółki i doszedł do nadzwyczaj optymistycznych wniosków. Ale nie dla ostrożnego inwestora, który chce mieć sporą dozę pewności, że nie popełni typowego dla Wall Street błędu, polegającego na popadaniu w nadmierny entuzjazm pod wpływem dobrych zysków i dobrych wyników giełdowych.* Wydaje się, że takie same przestrogi dotyczą Emerson Electric, ze

* Pod koniec 1970 roku, gdy 1,6 mld wartości giełdowej porównało się ze średnią, to Emerson naprawdę miało „ogromną" wartość. Pod koniec 2002 roku, wartość ogólna akcji zwykłych Emerson wynosiła około 21 mld dolarów.

* Graham miał rację. Spośród wszystkich modnych i wysoko wycenianych w 1972 roku spółek, Emery należała do tych, które radzą sobie najgorzej. W marcu 1982 roku, *Forbes* donosił, że od 1972 roku, Emery straciła 72,8% wartości po uwzględnieniu inflacji. Na koniec 1974 roku, według analityków inwestycyjnych z Leuthold Group w Minneapolis, akcje Emery spadły o 58%, a jej wskaźnik cena/zysk z 64 do zaledwie 15. „Nadmierny entuzjazm", przed którym Graham ostrzegał, wypalił się bardzo szybko. Czy upływ czasu uodparnia na takie ekscesy? Nie zawsze. Według wyliczeń Leuthold, 1000 dolarów zainwestowane w Emery w 1972 roku, byłoby warte

szczególnym uwzględnieniem bieżącej wyceny rynkowej potencjału zysków, na poziomie miliarda dolarów. Musimy też dodać, że „branża elektroniczna", niegdyś pupilek giełdy, przeżywa gorsze dni. Emerson to wyjątek, i będzie musiał pozostać wyjątkiem przez wiele wiele lat, zanim cenę na zakończenie 1970 roku, będą rzeczywiście uzasadniać wyniki firmy.

Dla kontrastu, ELTRA po 27 i Emhart po 33, to akcje noszące znamiona przedsiębiorstw o cenach, które mają za sobą wartość wystarczającą, aby stanowiły bezpieczną inwestycję. W tych przypadkach inwestor – jeśli zechce – może stać się współwłaścicielem przedsiębiorstwa, za cenę odpowiadającą pieniądzom, jakie zostały wykazane w bilansie.* Przez długi czas, stopa zysku z zainwestowanego kapitału była zadowalająca, stabilność zysków również, dotychczasowa stopa wzrostu – o dziwo, również. Te dwie spółki spełniają siedem naszych wymogów statystycznych, które muszą być spełnione, aby zostały one włączone do portfela defensywnego inwestora. Szerzej zostaną omówione w następnym rozdziale, a na razie podsumujemy je następująco:

1. Stosowna wielkość.
2. Wystarczająco silna pozycja finansowa.
3. Dywidenda wypłacana regularnie od przynajmniej 20 lat.
4. Brak deficytu zysków w ostatnich 10 latach.
5. Wzrost zysków na akcję przez ostatnich 10 lat o co najmniej jedną trzecią.
6. Ceny akcji nie przekraczają $1^1/_2$ wartości aktywów netto.
7. Cena nie przekracza piętnastokrotności średnich zysków z ostatnich trzech lat.

Nie snujemy tutaj prognoz na temat przyszłych zysków ELTRY ani Emhart. Na tworzonej przez inwestora liście akcji, jest miejsce na takie, które okażą się niezadowalające i może to dotyczyć jednej albo dwóch wśród omawianych. Jednak zdywersyfikowana lista, jako taka – o ile została ułożona zgodnie z powyższymi zasadami i spełnia inne kryteria, których zastosowanie inwestor uznał za rozsądne – powinna przez wiele lat przynosić wystarczająco dobre wyniki. Tak przynajmniej podpowiada długie doświadczenie.

839 dolarów w 1999 roku. Prawdopodobnie ludzie, którzy przepłacili za akcje internetowych spółek pod koniec lat 90., nie osiągną takich wyników nawet po kilkudziesięciu latach. (Patrz Komentarz do Rozdziału 20.).

* Grahamowi chodzi o to, że według ówczesnych cen, inwestor mógł kupić akcje tych dwóch spółek za niewiele więcej ponad wartość księgową, co zostało wyszczególnione w trzecim wersie Sekcji B Tabeli 13.2.

I ostatnie spostrzeżenie: doświadczony analityk papierów wartościowych, nawet jeśli ogólnie przyjmuje rozumowanie tych czterech firm, pod koniec 1970 roku, zawahałby się przed poradzeniem posiadaczowi akcji Emerson i Emery, aby *zamienił* je na papiery ELTRY albo Emhart. Nie ma powodów, aby przewidywać, że w najbliższym czasie akcje z niskim mnożnikiem przewyższą akcje z wysokim mnożnikiem. Te drugie są mocno osadzone na rynku i mają tak dużą siłę rozpędu, że może ona oddziaływać jeszcze nie wiadomo jak długo. Wniosek inwestora, żeby akcje ELTRA i Emhart stawiać wyżej niż Emery i Emerson, jest uzasadniony tylko wtedy, gdy preferuje on inwestycję w papiery wartościowe, a nie w papiery „ponętne". A zatem, polityka inwestycyjna w znacznej mierze zależy od podejścia samego inwestora. Szerzej omówimy tę sprawę w następnym rozdziale.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 13

W lotnictwie wojskowym istnieje zasada „sprawdzania szóstej". Chłopak leci przed siebie, rozgląda się na wszystkie strony i myśli, że jest bezpieczny. Ale ktoś leci dokładnie za nim („na godzinie szóstej", w odróżnieniu od „godziny dwunastej", co oznacza z przodu) i strzela. W ten sposób trafia się większość samolotów. Myślenie, że jest się bezpiecznym, bywa bardzo niebezpieczne! Zawsze gdzieś masz jakiś słaby punkt. Dlatego zawsze sprawdzaj szóstą.

Donald Kutyna, generał lotnictwa USA

E-Biznes

Porównajmy, wzorem Grahama, cztery spółki na podstawie danych z 31 grudnia 1999 roku, a więc okresu najbardziej skrajnych wycen, jakie kiedykolwiek widziała giełda.

Emerson Electric Co (symbol w notowaniach: EMR), przedsiębiorstwo założone w 1890 roku, jedyny członek kwartetu Grahama, któremu udało się przetrwać. Wytwarza szeroką gamę produktów, m.in. narzędzia elektryczne, urządzenia klimatyzacyjne i silniki elektryczne.

EMC Corp. (skrót w notowaniach EMC), powstała w 1979 roku. Zajmuje się udostępnianiem automatycznego przechowywania informacji elektronicznych w sieciach komputerowych.

Expeditors International of Washington Inc. (skrót w notowaniach EXPD), założone w Seattle w 1979 roku, pomaga żegludze handlowej w organizacji i monitoringu ruchów towarów na całym świecie.

Exodus Communications Inc. (skrót w notowaniach EXDS), oferuje hosting i zarządzanie witrynami internetowymi klientów korporacyjnych, świadczy także inne usługi internetowe. Zadebiutowała na giełdzie w marcu 1998 roku.

W Tabeli 13.1. znajduje się podsumowanie cen, wyników i wycen tych firm na zakończenie 1999 roku.

Tabela 13.1. E-wartości

	Emerson Electric	EMC Corp.	Exodus Communications Inc.	Expeditors International of Washington
Kapitalizacja				
Cena zamknięcia 31.12.1999, dol.	57,37	54,62	44,41	21,68
Całkowity zwrot 1999 (%)	–3,10	157,10	1 005,80	109,1
Całkowita wartość rynkowa 12.31.1999, mln dol.	24 845,90	111 054,30	14 358,40	2218,8
Całkowite zadłużenie (w tym akcje uprzywilejowane), mln dol.	4 600,10	27,10	2 555,70	0
Zyski				
Przychody całkowite 1999, mln dol.	14 385,8	6 715,60	242,10	1 444,60
Dochód netto 1999, mln dol.	1 313,6	1 010,60	–130,30	59,20
Wzrost zysków od 1995 do 1999 (średnia roczna w %)	7,7	28,80	bz	19,80
Zysk na akcje (EPS) 1999 (dol. po całkowitym rozcieńczeniu)	3,0	0,53	–0,38	0,55
Stopa wzrostu (EPS) 1995–1999 (średnia roczna w %)	8,3	28,8	bz	25,8
Roczna dywidenda (dol. na akcję) 1999	1,30	0	0	0,08
Bilans				
Aktywa bieżące, mln dol.	5 124,40	4 320,40	1 093,20	402,70
Pasywa bieżące, mln dol.	4 590,40	1 397,90	150,60	253,10
Wartość księgowa na akcję (dol. 31.12.1999)	14,27	2,38	0,05	2,79
Wycena				
Wskaźnik cena/zysk (×)	17,7	103,1	bz	39,4
Cena/wartość księgowa (×)	3,7	22,9	888,1	7,8
Dochód netto/przychody (margines zysku netto w %)	9,2	17,4	bz	4,1
Dochód netto/wartość księgowa (%)	21,0	22,2	bz	19,7
Kapitał obrotowy/zadłużenie (×)	0,1	107,8	0,4	brak zadłużenia
Kapitalizacja rynkowa/przychody (×)	1,7	16,5	59,3	1,5

Uwaga: Wszystkie dane dopasowane do późniejszych podziałów akcji. Zadłużenie, dochody i zyski za lata fiskalne. Kapitalizacja rynkowa: całkowita wartość akcji zwykłych.
bz. – bez znaczenia.
Źródła: Value Line, Thomson/Baseline, Bloomberg, finance.yahoo.com, formularze SEC spółek.

Electric nie elektryzuje

Najdroższe z czterech akcji Grahama, Emerson Electric, w naszej czwórce są najtańsze. Bazująca na branżach starej gospodarki Emerson, w latach 90. wydawała się nudna (w epoce Internetu nikogo nie obchodziły trwałe odkurzacze wodne). Jej akcje przeżywały swego rodzaju hibernację. W 1998 roku

i w 1999 roku, były kulą u nogi indeksu S&P 500, osiągając 49,7 punktów procentowych poniżej średniej, co jest raczej żałosnym wynikiem.

Tyle o akcjach Emerson. A co na temat działalności? W 1999 roku, firma sprzedała towary i usługi za 14,4 mld dolarów, czyli o prawie miliard więcej niż rok wcześniej. Z tej sumy wyszło 1,3 miliarda dochodów netto, czyli o 6,9% więcej niż w 1998 roku. Przez minione pięć lat, zyski na akcję rosły w szalonym tempie 8,3% w skali roku. Dywidenda wzrosła ponad dwukrotnie, wartość księgowa skoczyła z 6,69 do 14,27 dolara na akcję. Według Value Line, marża zysku netto i zwrot z kapitału – kluczowe czynniki decydujące o wynikach prowadzonej działalności – stały niezwykle wysoko, na poziomie odpowiednio 9% i 18%. Co więcej, Emerson powiększała swoje zyski od 42 lat z rzędu, a dywidendę od 43 lat – to jeden z najdłuższych stałych trendów w historii amerykańskiego biznesu. Pod koniec roku, cena akcji Emerson była 17,7 razy wyższa od zysków netto na jedną akcję. Tak jak narzędzia Emerson, jej akcje nigdy nie były piękne, ale też nigdy nie zawodziły... i nie zradzały żadnych oznak przegrzania.

Czy EMC rośnie

EMC Corp. należy do przedsiębiorstw z akcjami, osiągającymi najlepsze wyniki w latach 90. Jej cena skoczyła – czy może raczej wystrzeliła – o ponad 81 000%. Jeśli na początku 1990 roku, zainwestowałeś w akcje EMC 10 000 dolarów, to na koniec 1999 roku miałeś 8,1 mln. W samym tylko 1999 roku, zdrożały o 157,1%, czyli więcej niż akcje Emerson przez całe osiem lat, od 1991–1999. EMC nigdy nie wypłacała dywidendy, bo wszystkie zyski przeznaczała na „zapewnienie finansów na kontynuowanie wzrostu spółki".* Przy cenie z 31 grudnia, wynoszącej 54,625 dolarów, akcje EMC kosztowały 103 razy powyżej zysków, jakie firma przedstawiła w rocznym sprawozdaniu, czyli prawie sześć razy powyżej poziomu akcji Emerson.

A co z działalnością EMC? W 1999 roku, zyski wzrosły o 24% do 6,7 mld dolarów. Cena akcji skoczyła od poprzedniego roku z 61 do 92, czyli odnotowała 51% wzrostu. Przez pięć lat, do końca 1999 roku, zyski rosły 28,8% w skali rocznej. A ponieważ wszyscy spodziewali się nadejścia fali handlu internetowego, przyszłość wydawała się jeszcze bardziej świetlana. Przez

* Jak zobaczymy w Rozdziale 19., w praktyce taka racjonalizacja oznacza „zapewnienie finansów do kontynuowania nabijania kiesy wierchuszce zarządu".

cały 1999 rok, dyrektor generalny EMC prognozował, że do 2002 roku, zyski przekroczą 10 mld dolarów – zaczynając od 5,4 mln w 1998 roku.* W takim przypadku, konieczna byłaby stopa wzrostu na poziomie 23%, czyli monstrualna jak na taką wielką firmę. Jednak analitycy z Wall Street i większość inwestorów uwierzyli, że to się uda. Przecież w poprzednich pięciu latach, EMC ponad dwukrotnie powiększyła przychody i ponad trzykrotnie dochody netto.

Ale od 1995 roku do 1999 roku, według Value Line, marża zysku netto spadła z 19,0% do 17,4%, a zwrot z kapitału z 26,8% do 21%. EMC wciąż była dochodowa, jednak coraz mniej. A w październiku 1999 roku, EMC przejęła Data General Corp., która powiększyła zyski o 1,1 mld dolarów. Gdybyśmy odjęli zyski wniesione przez Data General, to zobaczylibyśmy, że obrót EMC wzrósł z 5,4 mld dolarów w 1998 roku, tylko do 5,6 mld dolarów w 1999 roku, co daje zaledwie 3,6% wzrostu. Innymi słowy, w roku, w którym przedsiębiorstwa przeraziły się „pluskwy 2000" i wyłożył rekordowe sumy na nowe technologie, stopa wzrostu EMC prawie nie drgnęła.**

Zmiana dostaw

W odróżnieniu od EMC, akcje Expeditors nie wystrzeliły. Chociaż ich ceny rosły po 30% rocznie przez całe lata 90., to największy skok nastąpił na samym ich końcu, gdy w 1999 roku poszły w górę o 109,1%. Rok wcześniej, akcje Expeditors poszły tylko o 9,5% w górę, pozostając w tyle za S&P 500 o 19 punktów procentowych.

A co z działalnością? Expeditors rzeczywiście rozwijała się znakomicie. Od 1995 roku zyski rosły średnio o 19,8% rocznie i na zakończenie roku 1999 uległy niemal potrojeniu, osiągając 1,4 mld dolarów. A zyski na akcje rosły

* 30 grudnia 1999 roku, podczas wystąpienia w CNBC, dyrektor generalny EMC, Michael Ruettgers, został zapytany przez prowadzącego Rona Insana, czy „XXI wiek okaże się równie dobry jak lata 90.". – Wszystko wskazuje na to, że nadejdzie przyśpieszenie – odparł Ruettgers. A gdy Insana zagadnął, czy ceny akcji nie są zawyżone, z ust Ruettgersa padła odpowiedź: – Myślę, że jeśli chodzi o szanse, jakie się przed nami rysują, to są one nieograniczone [...]. Dlatego trudno określić, czy ceny są zawyżone, ale istnieje duże prawdopodobieństwo, że kupione dzisiaj akcje zwycięzców, a do takich należy EMC, w przyszłości sowicie się odpłacą.
** „Pluskwa 2000" albo „problem roku 2000" polegały na przekonaniu, że w jednej sekundzie, 1 stycznia 2000 roku, miliony komputerów na całym świecie przestaną funkcjonować, bo programiści z lat 60. i 70. nie uwzględnili w zapisach daty powyżej 31 grudnia 1999 roku. Amerykańskie firmy wydały w 1999 roku miliardy dolarów, aby zapewnić komputerom „kompatybilność do 2000". A koniec końców, 1 stycznia 2000 roku, minutę po północy wszystko i tak działało jak trzeba.

o 25,8% rocznie, natomiast dywidendy – o 27%. Spółka nie miała długoterminowego zadłużenia, a kapitał operacyjny od 1995 roku uległ niemal podwojeniu. Według Value Line, wartość księgowa na akcję wzrosła o 129%, a zwrot z kapitału o ponad jedną trzecią, do 21%.

Expeditors, to wedle wszelkich standardów, znakomity biznes. Ale ta mała firma z siedzibą w Seattle i większością działalności w Azji, była na Wall Street prawie nieznana. Zaledwie 32% jej udziałów należało do inwestorów instytucjonalnych, a cała spółka miała zaledwie 8 500 akcjonariuszy. Po podwojeniu w 1999 roku, cena ich akcji była 39 razy wyższa niż dochód netto i w żadnym razie nie należała do niskich, ale była jednak znacznie niższa niż EMC.

Ziemia obiecana?

Pod koniec 1999 roku, wydawało się, że Exodus Communications prowadzi swoich akcjonariuszy prosto do krainy mlekiem i miodem płynącej. W samym tylko 1999 roku, ceny skoczyły o 1005,8%, czyli wystarczająco, aby 10 000 dolarów, zainwestowane 1 stycznia dało ponad 110 000 dolarów 31 grudnia. Czołowi analitycy spółek internetowych z Wall Street, w tym bardzo wpływowy Henry Blodget z Merrill Lynch, przewidywali, że w nadchodzącym roku, cena akcji wzrośnie o dalsze 25% do 125%.

A najważniejsze z tego wszystkiego jest to, że na oczach inwestorów internetowych, którzy korzystali z zysków Exodus, aż trzykrotnie w 1999 roku dokonano podziału dwie do jednej. Po takich podziałach podwaja się liczba akcji spółki, a cena spada o połowę, toteż na koniec akcjonariusze mają dwa razy tyle akcji, a każda warta połowę poprzedniej. I po co to wszystko? Wyobraź sobie, że dajesz mi 10 dolarów, a ja oddaję ci dwie piątki i pytam, czy czujesz się teraz bogatszy. Zapewne doszedłbyś do wniosku, że albo ja jestem idiotą, albo ciebie biorę za idiotę. A jednak, podczas szaleństwa na punkcie dot-comów w 1999 roku, gracze giełdowi zachowywali się właśnie tak, jakby dwie piątki były cenniejsze od dychy. I w efekcie, gdy ogłaszano podział dwie za jedną, ceny natychmiast rosły o 20%.

Dlaczego? Bo gdy ludzie mają więcej akcji, czują się bogatsi. Ktoś, kto w styczniu kupił 100 akcji Exodus, w kwietniu, po podziale, miał 200, w sierpniu – 400, a w grudniu aż 800. To takie ekscytujące, gdy kupuje się 100, a potem ma dodatkowe 700. Zupełnie, jakby „znaleźć pieniądze na ulicy". I nic nie szkodzi, że przy każdym podziale cenę akcji dzielono na pół.* W grudniu, jeden z zachwyconych udziałowców Exodus, pisał na forum internetowym: „zamierzam trzymać jej akcje aż do ukończenia 80 lat, bo jeśli podzielą się jeszcze paręset razy, to mam szansę zostać dyrektorem naczelnym".**

Co z działalnością Exodus? Graham, nawet w kombinezonie ochronnym, omijałby ją szerokim łukiem. Dochody Exodus dosłownie eksplodowały, rosnąc z 52,7 mln dolarów w 1998 roku do 242,1 mln dolarów w 1999 roku. Ale straty przypadające na te dochody w 1999 roku (130,3 mln dolarów), były dwa razy większe niż rok wcześniej. Całkowite zadłużenie sięgało 2,6 mld dolarów i Exodus tak bardzo łaknęła gotówki, że w samym tylko grudniu pożyczyła 971 mln. Według sprawozdania rocznego, pożyczka ta podwyższyła koszty odsetkowe na nadchodzący rok o 50 mln. Spółka zaczynała rok z 156 mln dolarów w gotówce i mimo zebrania 1,3 mld nowych środków, skończyła rok z bilansem jednego miliarda, co oznaczało, że działalność pochłonęła w 1999 roku 400 mln w gotówce. Skąd taka firma miałaby mieć pieniądze choćby na spłatę długu?

Ale oczywiście, internetowi inwestorzy tak bardzo skoncentrowali się na drożejących akcjach, że nie widzieli pogrążania się spółki. „Te akcje", mówił gracz o nicku Launch_Pad, „będą drożeć w nieskończoność i jeszcze wyżej".***

Ta absurdalna prognoza – jakie wyżej ponad nieskończoność? – doskonale przypomina jedno z klasycznych ostrzeżeń Grahama:

> Dzisiejszy inwestor tak wiele uwagi poświęca przewidywaniu przyszłości, że gotów jest dużo płacić z góry. A zatem, rzeczywiście może dojść do tego, co tak starannie i uważnie przewidywał, ale i tak nic na tym nie zyska. Jeśli nie spełni mu się to, co prognozował, może stanąć przed poważną chwilową, a nawet permanentną stratą.****

* Więcej na temat głupoty podziałów akcji, patrz Jason Zweig, *Splitsville, Money*, marzec 2001, str. 55–56.

** *Post* numer 3622, 7 grudnia 1999, na forum internetowym Exodus Communication na stronach Raging Bull (http://ragingbull.lycos.com/mboard/boards.cgi?board=EXDS&read=3622).

*** *Post* numer 3910, 12 grudnia 1999, na forum internetowym Exodus Communication na stronach Raging Bull (http://ragingbull.lycos.com/mboard/boards.cgi?board=EXDS&read=3910).

**** Zobacz: Wykład Grahama, *The New Speculation in Common Stocks*, patrz: *Dodatki*, str. 509.

Gdzie kończą się Es

Jak radziły sobie cztery spółki po 1999 roku?

Emerson Electric w 2000 roku, osiągnęła 40,7% zysku. Chociaż akcje taniały i w 2001 roku, i w 2002 roku, to na zakończenie 2002 roku były o 4% tańsze niż w 1999 roku.

W 2000 roku rósł także zysk EMC – o 21,7%. Ale w 2001 roku, jej akcje spadły o 79,4%, a w 2002 roku o kolejne 54,3%. A zatem spadły do poziomu 88% poniżej zakończenia 1999 roku. A co z prognozami 10 mld dolarów dochodów w 2001 roku? EMC zakończyła rok z dochodami 7,1 mld dolarów (strata netto 508 mln).

Tymczasem, akcje Expeditors International, zupełnie jakby nie było bessy, jeszcze zyskały 22,9% w 2000 roku, 6,5% w 2001 roku i jeszcze 15,1% w 2002 roku. Na zakończenie tego roku były o 15,1% droższe niż na koniec roku 1999.

Akcje Exodus straciły 55% w 2000 roku, a 99,8% w 2001 roku. 26 września 2001 roku, aktywa firmy wykupił Cable & Wireless, brytyjski gigant telekomunikacyjny. Zamiast poprowadzić udziałowców do ziemi obiecanej, Exodus wyprowadził ich na manowce. Na początku 2003 roku, przy ostatniej transakcji, jej akcje kosztowały centa za jedną.

ROZDZIAŁ 14

Wybór akcji dla inwestora defensywnego

Pora zainteresować się pewnymi formami szerszego zastosowania określonych technik analizy ryzyka. Ponieważ opisaliśmy już ogólnie różne rodzaje polityki inwestowania, zalecane dla dwóch kategorii inwestorów*, powinno być logiczne i zrozumiałe, jaką rolę odgrywa analiza ryzyka w realizacji tych taktyk. Inwestor defensywny, postępujący zgodnie z naszymi sugestiami, będzie kupował wyłącznie wysoko notowane obligacje, wraz ze zróżnicowaną listą wiodących akcji zwykłych. Musi tylko upewnić się, że cena, jaką zapłacił za akcje nie jest przesadnie wygórowana, w porównaniu z odpowiednimi standardami.

Tworząc ową zróżnicowaną listę, inwestor ma do wyboru dwie możliwości – portfel typu DJIA albo portfel sprawdzany metodą ilościową (oparty na wskaźniku ilościowym). W pierwszym z tych przypadków, kupuje typową przekrojową próbkę wiodącej emisji, złożoną zarówno z firm o tendencjach zwyżkowych, których akcje sprzedają się ze szczególnie wysokim mnożnikiem wartości, jak również z mniej popularnych, i nie tak drogich, przedsiębiorstw. Przypuszczalnie, najprościej można tego dokonać kupując taką samą liczbę akcji w każdej z 30 emisji w DJIA. Po 10 akcji każdego z przedsiębiorstw, przy kursie Indeksu w wysokości 900 punktów, powinno w sumie kosztować około 16 000 dolarów.[1] Analizując poprzednie notowania, inwestor może spodziewać się, że skutek nabycia akcji kilku reprezentatywnych funduszy inwestycyjnych w przyszłości, będzie w przybliżeniu taki sam.**

* Graham opisuje zalecane przez siebie taktyki inwestowania w Rozdziałach od 4. do 7.

** Jak wspomniano już w Komentarzach do Rozdziałów 5. i 9., współczesny inwestor defensywny, może w prosty sposób osiągnąć ten cel, inwestując po niskim kursie w fundusz indeksowy, najlepiej jeden z tych, które wytyczają powrotny kurs ogólnoamerykańskiego rynku giełdowego.

Druga z możliwości, miałaby polegać na zastosowaniu do każdej z transakcji serii kryteriów, które dają pewność, że nabywa on minimalną *wartość* dotychczasowej wydajności oraz bieżącej pozycji finansowej firmy, jak również minimalną *ilość* w odniesieniu do dochodów oraz majątku, przeliczanych na każdego dolara ceny akcji. Pod koniec poprzedniego rozdziału, wymieniliśmy siedem takich jakościowych i ilościowych kryteriów, zalecanych przy dokonywaniu wyboru akcji zwykłych. Opiszmy je po kolei.

1. *Odpowiednia wielkość przedsiębiorstwa*
Wszystkie minimalne kalkulacje, powinny być bezwzględne, szczególnie w kwestii wymaganej wielkości. Nasze założenie polega na wykluczeniu małych firm, które mogą podlegać większej niż przeciętna zmienności kursu, zwłaszcza w branży przemysłowej (wśród takich przedsiębiorstw często nadarzają się dobre okazje, ale nie uważamy ich za odpowiednie dla inwestora defensywnego). Posłużmy się okrągłymi sumami: nie mniej niż 100 mln dolarów rocznej sprzedaży, w przypadku spółki przemysłowej oraz nie mniej niż 50 mln dolarów całkowitej wartości majątku, w przypadku firmy użyteczności publicznej.

2. *Odpowiednio silna kondycja finansowa*
W przypadku podmiotów z branży przemysłowej, stan aktywów bieżących mierzony w danym momencie, powinien przynajmniej dwukrotnie przewyższać wysokość zobowiązań bieżących – tak zwana bieżąca proporcja dwa do jednego. Również długoterminowe zobowiązania nie powinny przewyższać wartości netto środków obrotowych (inaczej „kapitału obrotowego"). W przypadku instytucji użyteczności publicznej, stan wierzytelności nie powinien sięgać podwójnej wartości kapitału akcyjnego objętego prawem wykupu (według wartości księgowej).

3. *Stabilność zysków*
Zyski osiągnięte drogą obrotu akcjami zwykłymi w każdym roku z ostatnich 10 lat.

4. *Rejestr dywidend*
Niezakłócone wypłaty dywidend w okresie co najmniej ostatnich 20 lat.

5. *Wzrost dochodów*
Minimalny przyrost jest równy przynajmniej jednej trzeciej dochodów z akcji w ciągu poprzednich 10 lat, w oparciu o średnią z trzech pierwszych i trzech ostatnich lat.

6. *Umiarkowana cena a współczynnik zysków*
Aktualna cena nie powinna być wyższa od piętnastokrotnej średniej wysokości zysków w ciągu ostatnich 10 lat.

7. *Umiarkowana proporcja ceny w stosunku do aktywów*
Aktualna cena, nie powinna wynosić więcej, niż $1^1/_2$ ostatnio zadeklarowanej wartości księgowej. Jakkolwiek współczynnik wzrostu zysków, wynoszący mniej niż 15, mógłby usprawiedliwiać odpowiednio wyższy współczynnik wzrostu kapitału. Jest żelazną zasadą, że iloczyn współczynnika wzrostu oraz stosunku ceny do wartości księgowej, nie powinien wynosić więcej jak 22,5 (liczba ta odpowiada piętnastokrotnym zyskom i wartości księgowej wynoszącej $1^1/_2$, na przykład pozwalałaby ona na sprzedaż emisji przy zaledwie dziewięciokrotnych zyskach, o współczynniku wartości kapitału wynoszącym 2,5).

Uwagi ogólne: Takie wymogi, zostały ustalone szczególnie z myślą o potrzebach i usposobieniu inwestorów defensywnych. Pozwalają one wyeliminować ogromną większość zwykłych akcji, będących kandydatami do ich portfela, i to na dwa skrajnie różne sposoby. Z jednej strony, inwestorzy nie będą brać pod uwagę spółek, które są za małe, znajdują się w stosunkowo słabej kondycji finansowej, mają znamiona deficytu w swojej dokumentacji z ostatnich 10 lat, oraz nie dysponują zbyt długą historią płynnej wypłaty dywidend. W tym sprawdzianie, najsurowszymi z warunków, oprócz tych dotyczących aktualnej kondycji finansowej, są te, które odnoszą się do mocy ich kapitału. W ostatnich latach, poważna liczba dużych i niegdyś silnie obwarowanych przedsiębiorstw, doprowadziła do obniżenia swoich bieżących wskaźników albo do nadmiernego wzrostu zadłużenia. Bywa też, że jedno idzie w parze z drugim.

Dwa ostatnie wśród naszych kryteriów, dotyczą wyłącznie wspomnianej powyżej odwrotnej metody. Wymagają one, aby na jednego dolara ceny akcji, przypadało więcej dochodów i kapitału, niż ma przynieść powszechna emisja papierów wartościowych. Jest to niewątpliwie punkt widzenia typowy dla analityków finansowych. Istotnie, większość z nich będzie podkreślać, że nawet konserwatywni inwestorzy, powinni być przygotowani na zapłacenie pokaźnych kwot za akcje wybranych spółek. Nasz przeciwstawny pogląd wyłuszczyliśmy powyżej. W znacznej mierze, opiera się on na braku stosownego *czynnika bezpieczeństwa*, kiedy cena w zbyt dużym stopniu musi być uzależniona od wiecznie rosnących dochodów w przyszłości. Czytelnik sam będzie musiał rozstrzygnąć tę istotną kwestię, po rozważeniu argumentów obu stron.

Niemniej jednak, jesteśmy za włączeniem w poczet warunków, skromnych oczekiwań względem rozwoju na przestrzeni ostatniej dekady. Bez tego, typowa spółka mogłaby wykazać regres, co najmniej w kwestii zysków przypadających na dolara zainwestowanego kapitału. Nie ma sensu, aby inwestor defensywny brał pod uwagę takie przedsiębiorstwa, nawet jeżeli cena ich obligacji byłaby na tyle niska, by uznać je za intratną okazję.

Sugerowana *maksymalna* liczba, odpowiadająca piętnastokrotnym dochodom, mogłaby całkiem nieźle podziałać na typowy portfel akcyjny, jeśli przyjmiemy, że *średni* mnożnik wynosić będzie 12 do 13. Warto zauważyć, że w lutym 1972 roku, spółka American Tel.&Tel. sprzedawała akcje przy jedenastokrotnym mnożniku swoich trzyletnich (i bieżących) zysków, zaś firma Standard Oil z Kalifornii, wypuściła swoje akcje, gdy wskaźnik ten był niższy od dziesięciokrotności jej ostatnich dochodów. Podstawowe zalecenie jest takie, aby dla portfela akcyjnego, w momencie jego nabycia, stosunek całkowitych zysków do ceny (odwrotność proporcji cena/zysk), był przynajmniej tak wysoki, jak kurs najwyżej ocenianych obligacji. Miałoby to oznaczać, że proporcja cena/zysk jest nie wyższa, niż 13,3% do 7,5% dochodu z akcji o ratingu AA.*

Przystosowanie naszych kryteriów do DJIA pod koniec 1970 roku

Wszystkie, z sugerowanych powyżej kryteriów, zostały wypełnione podczas emisji akcji notowanych w indeksie DJIA pod koniec 1970 roku, aczkolwiek dwa wśród wymienionych przedsiębiorstw, zaledwie zmieściły się w ramach postawionych wymogów. Podstawowe dane każdej ze spółek zostały ukazane w tabelach 14.1. i 14.2.

* Na początku 2003 roku, zysk z dziesięcioletnich obligacji korporacyjnych klasyfikowanych jako AA, wynosił około 4,6%, co zdaje się potwierdzać formułę Grahama, że stosunek dochodów do ceny powinien być przynajmniej tak samo wysoki. Biorąc odwrotność tej liczby (dzieląc 4,6 przez 100), możemy otrzymać „sugerowane maksimum" stosunku cena/zysk, które wynosi 21,7. Na początku tego rozdziału, Graham zaleca, żeby cena „przeciętnej" obligacji wynosiła około 20% mniej niż „maksymalny" iloczyn tej proporcji. Sugeruje to, że ogólnie rzecz biorąc, Graham mógłby uznać sprzedaż akcji, przy siedemnastokrotnym wzroście dochodów w ciągu ostatnich trzech lat, za potencjalnie atrakcyjną, wziąwszy pod uwagę dzisiejsze stopy procentowe i warunki rynkowe. Według stanu na 31 grudnia 2002 roku, więcej niż 200 – czy też nawet, ponad 40% – akcji notowanych w indeksie S&P 500, posiadało oparte na średniej z trzech lat proporcje cena/zysk nie większe niż 17. Zmodernizowane dochody z obligacji klasyfikowanych jako AA są dostępne na stronie www.bondtalk.com.

Tabela 14.1. Podstawowe dane dla 30 spółek notowanych w DJIA, 30.09.1971

	Cena w dniu 30 września 1971 r.	Zysk na akcję[a]			Dywidendy od roku	Wartość kapitału netto	Bieżące dywidendy
		30 września 1971 r.	średnia w latach 1968–1970	Średnia w latach 1958–1960			
Allied Chemical	32½	1,40	1,82	2,14	1887	26,02	1,20
Aluminium Co. of Am.	45½	4,25	5,18	2,08	1939	55,01	1,80
Amer. Brands	43½	4,32	3,69	2,24	1905	13,46	2,10
Amer. Can	33¼	2,68	3,76	2,42	1923	40,01	2,20
Amer. Tel.&Tel.	43	4,03	3,91	2,52	1881	45,47	2,60
Anaconda	15	2,06	3,90	2,17	1936	54,28	brak
Bethlehem Steel	25½	2,64	3,05	2,62	1939	44,62	1,20
Chrysler	28½	1,05	2,72	(0,13)	1926	42,40	0,60
DuPont	154	6,31	7,32	8,09	1904	55,22	5,00
Eastman Kodak	87	2,45	2,44	0,72	1902	13,70	1,32
General Electric	61¼	2,63	1,78	1,37	1899	14,92	1,40
General Foods	34	2,34	2,23	1,13	1922	14,13	1,40
General Motors	83	2,33	4,69	2,94	1915	33,39	3,40
Goodyear	33½	2,11	2,01	1,04	1937	18,49	0,85
Inter. Harvester	28½	1,16	2,30	1,87	1910	42,06	1,40
Inter. Nickel	31	2,27	2,10	0,94	1934	14,53	1,00
Inter. Paper	33	1,46	2,22	1,76	1946	23,68	1,50
Johns-Manville	39	2,02	2,33	1,62	1935	24,51	1,20
Owens-Illinois	52	3,89	3,69	2,24	1907	43,75	1,35
Procter & Gamble	71	2,91	2,33	1,02	1891	15,41	1,50
Sears Roebuck	68½	3,19	2,87	1,17	1935	23,97	1,55
Std. Oil of Calif.	56	5,78	5,35	3,17	1912	54,79	2,80
Std. Oil of N.J.	72	6,51	5,88	2,90	1882	48,95	3,90
Swift & Co.	42	2,56	1,66	1,33	1934	26,74	0,70
Texaco	32	3,24	2,96	1,34	1903	23,06	1,60
Union Carbide	43½	2,59	2,76	2,52	1918	29,64	2,00
United Aircraft	30½	3,13	4,35	2,79	1936	47,00	1,80
U.S. Steel	29½	3,53	3,81	4,85	1940	65,54	1,60
Westinghouse	96½	3,26	3,44	2,26	1935	33,67	1,80
Woolworth	49	2,47	2,38	1,35	1912	25,47	1,20

[a] Dostosowany do akcyjnych dywidend i podziału akcji.
[b] Dane typowe dla okresu 12 miesięcy – do 30 czerwca 1971.

Tabela 14-2. Znaczące proporcje dla akcji spółek notowanych w DJIA, 30.09.1970 r.

	Wskaźnik ceny do zysków (×)		Cena/zysk Bieżąca stopa dywidendy (%)	Wzrost zysków w latach 1968–1970 w zest. z 1958–1960 (%)	Kapitał obrotowy / zobowiązania krótkoterminowe[a] (×)	Kapitał obrotowy netto / stan zadłużenia[b] (%)	Cena akcji / wartość netto kapitału (%)
	wrzesień 1971	1968–1970					
Allied Chemical	18,3	18,0	3,7	(–15,0)	2,1	74	125
Aluminium Co. of Am.	10,7	8,8	4,0	149,0	2,7	51	84
Amer. Brands	10,1	11,8	5,1	64,7	2,1	138	282
Amer. Can	12,4	8,9	6,6	52,5	2,1	91	83
Amer. Tel.&Tel.	10,8	11,0	6,0	55,2	1,1	–[c]	94
Anaconda	5,7	3,9	–	80,0	2,9	80	28
Bethlehem Steel	12,4	8,1	4,7	16,4	1,7	68	58
Chrysler	27,0	10,5	2,1	–[d]	1,4	78	67
DuPont	24,5	21,0	3,2	(–9,0)	3,6	609	280
Eastman Kodak	35,5	35,6	1,5	238,9	2,4	1764	635
General Electric	23,4	34,4	2,3	29,9	1,3	89	410
General Foods	14,5	15,2	4,1	97,3	1,6	254	240
General Motors	24,4	17,6	4,1	59,5	1,9	1071	247
Goodyear	15,8	16,7	2,5	93,3	2,1	129	80
Inter. Harvester	24,5	12,4	4,9	23,0	2,2	191	66
Inter. Nickel	13,6	16,2	3,2	123,4	2,5	131	213
Inter. Paper	22,5	14,0	4,6	26,1	2,2	62	139
Johns-Manville	19,3	16,8	3,0	43,8	2,6	–	158
Owens-Illinois	13,2	14,0	2,6	64,7	1,6	51	118
Procter & Gamble	24,2	31,6	2,1	128,4	2,4	400	480
Sears Roebuck	21,4	23,8	1,7	145,3	1,6	322	285
Std. Oil of Calif.	9,7	10,5	5,0	68,8	1,5	79	102
Std. Oil of N.J.	11,0	12,2	5,4	102,8	1,5	94	115
Swift & Co.	16,4	25,5	1,7	24,8	2,4	138	158
Texaco	9,9	10,8	5,0	120,9	1,7	128	138
Union Carbide	16,6	15,8	4,6	9,5	2,2	86	146
United Aircraft	9,7	7,0	5,9	55,9	1,5	155	65
U.S. Steel	8,3	6,7	5,4	(–21,5)	1,7	51	63
Westinghouse	29,5	28,0	1,9	52,2	1,8	145	2,86
Woolworth	19,7	20,5	2,4	76,3	1,8	185	1,90

[a] Dane liczbowe w oparciu o rozliczenia podatkowe za rok 1970.
[b] Dane liczbowe w oparciu o *Moody's Industrial Manual* (1971).
[c] Saldo debetowe od wartości kapitału obrotowego netto.
[d] Deficyt zadeklarowany w okresie 1958–1960.

1. Każda ze spółek jest niepospolicie wielka.
2. Kondycja finansowa odpowiada agregowanej, nie dotyczy to jednak wszystkich firm.[2]
3. Każde z tych przedsiębiorstw płaciło dywidendy przynajmniej od 1940 roku. Pięć spośród rejestrów dywidend, sięga do poprzedniego stulecia.
4. Agregowane zyski były całkiem stabilne na przestrzeni minionej dekady. Żadna z firm nie wykazała deficytu w pomyślnych latach 1961–1969. Jedynie Chrysler zgłosił niewielki deficyt w 1970 roku.
5. Całkowity wzrost, w porównaniu z trzyletnimi średnimi z poprzedniego dziesięciolecia, wynosił 77%, czyli około 6% rocznie. Jednak pięć spośród wymienionych podmiotów, nie osiągnęło jednej trzeciej.
6. Stosunek ceny, podawanej na koniec roku do trzyletnich średnich zysków, wynosił 839 do 55,5 dolara, czyli jak 15 do 1. Był więc dokładnie taki, jak sugerowany górny limit.
7. Stosunek ceny do wartości kapitału netto, wynosił 839 do 562, mieszcząc się również w sugerowanym przez nas limicie $1\frac{1}{2}$ do 1.

Gdybyśmy chcieli każdą ze spółek poddać ocenie, według tych samych siedmiu kryteriów, odkrylibyśmy, że jedynie pięć z nich, spełnia wszystkie nasze oczekiwania. Są to: American Can, American Tel.&Tel., Anaconda, Swift i Woolworth. Ogólne podsumowania wszystkich pięciu, znajdują się w Tabeli 14.3. Oczywiście dają one znacznie lepszy wynik statystyczny niż cały indeks DJIA, z wyjątkiem tempa wzrostu w poprzednich latach.[3]

Tabela 14.3. Kryteria inwestycyjne dla obligacji z indeksu DJIA – stan na koniec roku 1970

	American Can	American Tel.&Tel.	Anaconda	Swift	Woolworth	Średnia – 5 spółek
Cena w dniu 31 grudnia 1970	$39\frac{3}{4}$	$48\frac{7}{8}$	21	$30\frac{1}{8}$	$36\frac{1}{2}$	
Wskaźnik cena/zysk w roku 1970	11,0×	12,3×	6,7×	13,5×	14,4×	11,6×
Wskaźnik cena/średnia zysków z 3 lat	10,5×	12,5×	5,4×	18,1×[b]	15,1×	12,3×
Cena/wartość księgowa	99%	108%	38%	113%	148%	112%
Aktywa bieżące/zobowiązania bieżące	2,2×	n.d.	2,9×	2,3×	1,8×	2,3×
Aktywa bieżące netto/zadłużenie	110%	n.d.	120%	141%	190%	140%
Indeks stabilności[a]	85	100	72	77	99	86
Wzrost	55%	53%	78%	25%	73%	57%

[a] Porównaj z definicją na str. 306–307.
[b] Biorąc pod uwagę dobre osiągnięcia firmy Swift w ubogim roku 1970, pomijamy tutaj okres słabości przypadający na lata 1968–1970.
[c] Ten drobny niedobór poniżej 2 do 1 został zrównoważony przez rezerwy z dodatkowej emisji obligacji (Debt Financing, Equity Financing).
n.d. – nie dotyczy. Zadłużenie spółki American Tel.&Tel. było mniejsze niż jej kapitał akcyjny.

Zastosowanie specyficznych kryteriów do wybranej grupy akcji spółek przemysłowych sprawia, że liczby poddane każdemu z naszych testów, będą stanowić stosunkowo niski odsetek *wszystkich* wymienionych akcji tego typu. Ryzykujemy hipotezę, że około stu emitentów z tej branży, mogło pod koniec 1970 roku, znaleźć się w ogłoszonym przez agencję ratingową Standard & Poor's biuletynie *Stock Guide*. To dostatecznie dużo, by dostarczyć inwestorom szeroki wachlarz propozycji do wyboru.*

Sposób na instytucje użyteczności publicznej

Jeśli teraz zwrócimy się ku akcjom emitowanym przez instytucje użyteczności publicznej, natrafimy na znacznie wygodniejszą i bardziej zachęcającą dla inwestora sytuację.

Ogromna większość emisji zdaje się ulegać zahamowaniu, przyczyna tkwi w rejestrach ich wydajności oraz wskaźnikach cenowych, które, w połączeniu z potrzebami inwestorów, stanowią dla nas kryterium oceny. Z naszego testu, któremu poddajemy akcje przedsiębiorstw użyteczności publicznej, wyeliminujmy jedno z kryteriów – mianowicie aktywa bieżące do zobowiązań krótkoterminowych. Czynnik kapitału obrotowego kształtuje się samodzielnie w tej branży, przyczyniającej się częściowo do ciągłego finansowania jego wzrostu poprzez sprzedaż obligacji oraz akcji. Tym, czego wymagamy, jest odpowiednia proporcja kapitału akcyjnego do zadłużenia.[4]

W Tabeli 14.4. prezentujemy podsumowanie 15 emisji notowanych w indeksie Dow Jones dla sektora użyteczności publicznej. Dla porównania, Tabela 14.5. przedstawia podobny obraz wybranych metodą losową 15 innych przedsiębiorstw o takim charakterze, notowanych na New York Stock Exchange.**

* Łatwy w użyciu internetowy kontroler akcji (*stock screener*), który może selekcjonować występujące w indeksie S&P 500 obligacje, przede wszystkim w oparciu o kryteria Grahama, jest dostępny na stronie www.quicken.com/investments/stocks/search/full.

** Jak pisał Graham, jedynie największy inwestycyjny fundusz wzajemny (fundusz powierniczy – *mutual fund*) specjalizujący się w obrocie akcjami przedsiębiorstw użyteczności publicznej – Franklin Utilities – był ogólnie dostępny. Dzisiaj istnieje ich ponad 30. Graham nie mógł przewidzieć finansowego spustoszenia, do jakiego doszło wskutek wycofania z użytku i porzucenia elektrowni jądrowych. Tak samo nie mógł spodziewać się, jakie konsekwencje pociągnie za sobą wprowadzenie niedopracowanych regulacji prawnych w stanie Kalifornia. Akcje przedsiębiorstw użyteczności publicznej mają o wiele bardziej nietrwały charakter, niż za czasów Grahama, a większość inwestorów powinna nabywać je za pośrednictwem różnorodnych i przystępnych cenowo funduszy, jak Dow Jones U.S. Utilities Sector Index Fund (ticker IDU) albo Utilities Select Sector SPDR (ticker XLU). Więcej informacji na stronach www.ishares.com i www.spdrindex.com/spdr/ (możesz być pewien, że twój broker nie policzy ci prowizji, by móc ponownie obrócić twoimi dywidendami).

Tabela 14.4. Dane na temat 15 spółek notowanych w indeksie Dow Jones Utility Average, 30 września 1971

	Cena 30 września 1971 r.	Zysk[a]	Dywidenda	Wartość księgowa	Cena/Zysk (×)	Cena/Wartość księgowa (%)	Stopa dywidendy (%)	Zyski na akcje – 1970 a 1960 (%)
Am. Elec. Power	26	2,40	1,70	18,86	11	138	6,5	+87
Cleveland El. Ill.	34¼	3,10	2,24	22,94	11	150	6,4	86
Columbia Gas System	33	2,95	1,76	25,58	11	129	5,3	85
Commonwealth Edison	35½	3,05	2,20	27,28	12	130	6,2	56
Consolidated Edison	24½	2,40	1,80	30,63	10	80	7,4	19
Consd. Nat. Gas	27¾	3,00	1,88	32,11	9	86	6,8	53
Detroit Edison	19¼	1,80	1,40	22,66	11	84	7,3	40
Houston Ltg. & Power	42¾	2,88	1,32	19,02	15	222	3,1	135
Niagara-Mohawk Pwr.	15½	1,45	1,10	16,46	11	93	7,2	32
Pacific Gas & Electric	29	2,65	1,64	25,45	11	114	5,6	79
Panhandle E. Pipe L.	32½	2,90	1,80	19,95	11	166	5,5	79
Peoples Gas Co.	31½	2,70	2,08	30,28	8	104	6,6	23
Philadelphia El.	20½	2,00	1,64	19,74	10	103	8,0	29
Public Svs. El. & Gas	25½	2,80	1,64	21,81	9	116	6,4	80
South Calif. Edison	29¼	2,80	1,50	27,28	10	107	5,1	85
Średnia	28½	2,66	1,71	23,83	10,7	121	6,2	+65

[a] Szacowane na rok 1971.

Tabela 14.5. Dane z drugiego notowania akcji podmiotów użyteczności publicznej, 30 września 1971

	Cena w dniu 30 września 1971	Zysk	Dywidenda	Wartość księgowa	Cena/Zysk (×)	Cena/Wartość księgowa (%)	Stopa dywidendy (%)	Zyski na akcje – 1970 r. a 1960 r. (%)
Alabama Gas	15½	1,50	1,10	17,80	10	87	7,1	+34
Allegheny Power	22½	2,15	1,32	16,88	10	134	6,0	71
Am. Tel.&Tel.	43	4,05	2,60	45,47	11	95	6,0	47
Am. Water Works	14	1,46	0,60	16,80	10	84	4,3	187
Atlantic City Elec.	20½	1,85	1,36	14,81	11	138	6,6	74
Baltimore Gas&Elec.	30¼	2,85	1,82	23,03	11	132	6,0	86
Brooklyn Union Gas	23½	2,00	1,12	20,91	12	112	7,3	29
Carolina Power & Lt.	22½	1,65	1,46	20,49	14	110	6,5	39
Cen. Hudson G. & E.	22¼	2,00	1,48	20,29	11	110	6,5	13
Cen. Ill. Lt.	25¼	2,50	1,56	22,16	10	114	6,5	55
Cen. Maine Pwr.	17¾	1,48	1,20	16,35	12	113	6,8	62
Cincinnati Gas & Elec.	23¼	2,20	1,56	16,13	11	145	6,7	102
Consumers Power	29½	2,80	2,00	32,59	11	90	6,8	89
Dayton Pwr. & Lt.	23	2,25	1,66	16,79	10	137	7,2	94
Delmarva Pwr. & Lt.	16½	1,55	1,12	14,04	11	117	6,7	78
Średnia	23½	2,15	1,50	21,00	11	112	6,5	+71

Wraz z rozpoczęciem 1972 roku, inwestor defensywny mógł skorzystać z całkiem szerokiego wyboru akcji zwykłych, emitowanych przez podmioty użyteczności publicznej, z których każdy spełniał nasze wymagania, dotyczące zarówno wydajności, jak i ceny. Spółki te, oferowały mu wszystko, czego miał prawo oczekiwać, lokując kapitał w akcjach zwykłych. W porównaniu z czołowymi spółkami z branży przemysłowej, jak te z indeksu DJIA, miały one do zaoferowania prawie tak samo imponującą historię rozwoju, a przy tym, mniejsze wahania rocznych zestawień. Towarzyszyła temu niższa cena, w stosunku do dochodów i kapitału. Zwrot dywidend był znacznie wyższy. Pozycja umiarkowanych monopolistów, jaką przyjęły te przedsiębiorstwa, była dla konserwatywnych inwestorów bardziej zaletą niż wadą. W świetle przepisów, były one uprawnione do ustalenia wystarczająco korzystnych stawek, by przyciągnąć kapitał, niezbędny do ciągłej ekspansji. Pociąga to za sobą odpowiednie wyrównanie strat, spowodowanych wygórowanymi kosztami. O ile proces regulacji bywał często niewygodny i prawdopodobnie przebiegał opieszale, nie przeszkodził spółkom użyteczności publicznej w czerpaniu uczciwych zysków z zainwestowanego kapitału przez wiele dziesięcioleci.

Podstawową zaletą akcji przedsiębiorstw użyteczności publicznej, powinna być dla inwestora defensywnego ich dostępność po umiarkowanej cenie, w stosunku do wartości księgowej. Oznacza to, że może on nie brać pod uwagę pewnych czynników rynku giełdowego, uważając przede wszystkim siebie, za współwłaściciela dobrze prosperujących firm. Notowania rynkowe zawsze dają mu przewagę w sprzyjającym okresie – zarówno dla zakupów po niezwykle atrakcyjnych niskich cenach, jak i dla sprzedaży, kiedy ceny akcji sprawiają wrażenie zdecydowanie zbyt wysokich.

Dzieje indeksów użyteczności publicznej – zestawione w Tabeli 14.6., z przykładami z innych branż – świadczą o tym, że w przeszłości istniały ogromne możliwości zysku z tych inwestycji. O ile wzrost nie był tak ogromny, jak w indeksie przemysłowym, pojedyncze podmioty użyteczności publicznej wykazały w większości okresów wyższą stabilność cen, niż pozostałe grupy.* Zastanawiające jest, że ukazane w tej tabeli proporcje cen akcji i dochodów spółek przemysłowych oraz przedsiębiorstw użyteczności publicznej, w ciągu ostatnich dwóch dziesięcioleci, niejako zamieniły się miejscami.

* Znakomitym potwierdzeniem poglądu Grahama jest fakt, że posiadający nieciekawie brzmiącą nazwę *Standard & Poor's Utility Index* przez 30 lat, aż do 31 grudnia 2002 roku, górował nad wychwalanym *NASDAQ Composite Index*.

Tabela 14.6. Rozwój cen i wskaźników cena/zysk, w różnych notowaniach indeksu Standard & Poor's w latach 1948–1970

Rok	Przemysł		Koleje		Sektor użyteczności publicznej	
	Cena[a]	Wskaźnik c/z	Cena[a]	Wskaźnik c/z	Cena[a]	Wskaźnik c/z
1948	15,34	6,56	15,27	4,55	16,77	10,03
1953	24,84	9,56	22,60	5,42	24,03	14,00
1958	58,65	19,88	34,23	12,45	43,13	18,59
1963	79,25	18,18	40,65	12,78	66,42	20,44
1968	113,02	17,80	54,15	14,21	69,69	15,87
1970	100,00	17,84	34,40	12,83	61,75	13,16

[a] Ceny notowane na koniec roku.

Ta sytuacja będzie miała większe znaczenie dla aktywnego, niż dla pasywnego inwestora. Sugeruje ona jednak, że nawet portfele defensywne powinny od czasu do czasu podlegać zmianom, zwłaszcza, kiedy nabyte papiery wartościowe mają jawnie wygórowaną cenę, i mogą je zastąpić akcje o cenach znacznie rozsądniejszych. Niestety, trzeba będzie jeszcze zapłacić podatki od nabytego kapitału, a to dla przeciętnego inwestora dopust boży. Nasz stary sprzymierzeniec, Doświadczenie, podpowiada jednak, że lepiej sprzedawać i płacić podatki, niż nie sprzedawać i pluć sobie w brodę.

Inwestowanie w akcje przedsiębiorstw finansowych

Pod szyldem „spółki finansowe", można zgromadzić mnóstwo najrozmaitszych firm. Wśród nich mogą znaleźć się banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, kasy oszczędnościowo-pożyczkowe, firmy kredytowe i zajmujące się obrotem wierzytelnościami oraz „spółki inwestycyjne" (np. fundusze wzajemne).* Wspólną cechą ich wszystkich jest to, że stosunkowo niewielka część ich kapitału ma formę materialną – tak jak środki trwałe czy zapasy towarów, jednak większość ma obligacje krótkoterminowe, przewyższające ich kapitał akcyjny. Stąd, kwestia solidności finansowej tego rodzaju firm jest bardziej istotna, niż w przypadku typowego przedsiębiorstwa produkcyjnego czy handlowego. To z kolei, prowadzi do powstania naj-

* Na branżę usług finansowych składa się dzisiaj dużo więcej komponentów, a są to m.in. banki komercyjne, kasy oszczędnościowo-pożyczkowo-hipoteczne, firmy obsługujące kredyty konsumpcyjne, np. karty kredytowe, grupy kapitałowe i fundusze powiernicze, banki inwestycyjne i domy maklerskie, towarzystwa ubezpieczeniowe oraz firmy zajmujące się obrotem nieruchomościami, w tym budowlane spółki inwestycyjne. Chociaż obecnie jest to sektor o wiele bardziej różnorodny, zastrzeżenia Grahama co do finansowej wiarygodności, są stosowne bardziej niż kiedykolwiek.

Tabela 14.7. Względne zmiany cen akcji różnych typów przedsiębiorstw finansowych między rokiem 1948 a rokiem 1970

	1948	1953	1958	1963	1968	1970
Ubezpieczenia na życie	17,1	59,5	156,6	318,1	282,2	218,0
Ubezpieczenia majątkowe i kredytów	13,7	23,9	41,0	64,7	99,2	84,3
Banki na terenie Nowego Jorku	11,2	15,0	24,3	36,8	49,6	44,3
Banki spoza terenu Nowego Jorku	16,9	33,3	48,7	75,9	96,9	83,3
Przedsiębiorstwa finansowe	15,6	27,1	55,4	64,3	92,8	78,3
Firmy pożyczkowe	18,4	36,4	68,5	118,2	142,8	126,8
Zestawienie Standard & Poor's	13,2	24,8	55,2	75,0	103,9	92,2

rozmaitszych przepisów prawnych i form kontroli, które służą zabezpieczeniu przeciw niesolidnym praktykom finansowym.

Ogólnie rzecz biorąc, akcje przedsiębiorstw finansowych, wytworzyły skutki inwestycyjne podobne do tych, jakie stały się udziałem akcji zwykłych innego typu. Tabela 14.7. ukazuje zmiany cen, do jakich doszło w latach 1948–1970, w sześciu grupach uwzględnionych w notowaniach cen akcji indeksu Standard & Poor's. Średnia z okresu 1941–1943, przyjęta jako 10, służy za poziom podstawowy.

Pod koniec 1970 roku, liczby zamieszczone w tabeli wahały między 44,3 dla dziewięciu nowojorskich banków, a 218 dla akcji 11 towarzystw ubezpieczeniowych sprzedających polisy na życie. W okresach między wyszczególnionymi datami, miała miejsce znacząca rozbieżność w poszczególnych zmianach cen. Na przykład, akcje banków z Nowego Jorku stały całkiem nieźle między 1958 rokiem a 1968 rokiem, w przeciwieństwie do sporej grupy towarzystw ubezpieczeniowych, które w latach 1963–1968, straciły grunt pod nogami. Te zamiany „na krzyż" zaszły w wielu, a może nawet w większości, rozmaitych grup przemysłowych, notowanych w indeksach Standard & Poor's.

Na tym szerokim polu inwestycji, nie możemy zaoferować naprawdę pomocnych komentarzy – prócz tego, że do wybranych firm z tego sektora, można odnieść te same normy arytmetyczne dla cen w odniesieniu do zysków i wartości księgowej, jakie zalecaliśmy przy inwestowaniu w akcje spółek przemysłowych i przedsiębiorstw użyteczności publicznej.

Akcje spółek kolejowych

Z kolejami rzecz ma się zupełnie inaczej, niż z sektorem użyteczności publicznej. Przewoźnicy mocno ucierpieli z powodu ostrej konkurencji i bezwzględnych przepisów prawnych (problem kosztów pracowniczych był oczywiście również poważny, aczkolwiek nie ograniczał się wyłącznie do kolei). Przemysł samochodowy, przewoźnicy autobusowi oraz linie lotnicze, przejęły większość kolejowych linii pasażerskich, pozostawiając resztę jako wysoce niedochodowe. Nastał też dobry czas dla ruchu towarowego samochodów ciężarowych. W różnych okresach ostatniego półwiecza, ponad połowa sieci kolejowej w kraju, stanęła w obliczu bankructwa (albo „opieki prawnej").

Półwiecze to nie było jednak całkiem katastrofalne dla przewoźników kolejowych. Mieli oni dochodowe okresy współpracy z przemysłem, zwłaszcza w czasie wojny. Niektóre z linii, mimo ogólnych trudności, były w stanie podtrzymać swoje zdolności zarobkowe oraz dywidendy.

Indeks Standard & Poor's wzrósł siedmiokrotnie, od niskich notowań w 1942 roku, aż po wysokie z roku 1968, które tylko nieznacznie ustępowały procentowym zyskom notowanym w indeksie przedsiębiorstw użyteczności publicznej. Bankructwo Penn Central Transportation Co., najważniejszego z naszych przewoźników kolejowych, do którego doszło w 1970 roku, wstrząsnęło światem finansowym. Zaledwie rok, a także dwa lata wcześniej, cena sprzedaży akcji tej spółki, była bliska najwyższej z odnotowanych w jej długich dziejach. Firma ta, nieprzerwanie wypłacała dywidendy przez ponad 120 lat! (w przypisie str. 386 znajduje się krótka analiza tego przedsiębiorstwa, ukazująca, jak znający się na rzeczy student, mógł wykryć niedomagania rozwoju firmy i odradzał nabywanie jej akcji). Ta finansowa katastrofa, miała poważny wpływ na poziom rynkowy wszystkich akcji spółek kolejowych.

Wystawianie ogólnej, łącznej rekomendacji dla całej kategorii akcji, jest ryzykowne. Tak samo zresztą, jak ogólnikowa krytyka. Notowania akcji spółek kolejowych, przedstawione w Tabeli 14.6. dowodzą, że cała grupa przedsiębiorstw często rokowała szanse na spore zyski (z naszego punktu widzenia jednak wielkie zwyżki były same w sobie nieuzasadnione). Naszą sugestię pozwolimy sobie zawęzić w sposób następujący: nie ma istotnych powodów, dla których inwestor musiałby wchodzić w posiadanie akcji spółek kolejowych. Przed ich zakupem, powinien się upewnić, że dobrze lokuje swoje pieniądze i nie będzie musiał rozglądać za czymś w zamian.*

* Obecnie pozostaje niewiele znaczących akcji przedsiębiorstw kolejowych, w tym Burlington Northern, CSX, Norfolk Southern i Union Pacific. Rada dotycząca tej branży, jest dziś przynajmniej tak samo trafna w odniesieniu do linii lotniczych – przy ich ogromnych obecnie stratach i półwieczu prawie nieustannych słabych wyników – jak miało to miejsce w przypadku kolei w czasach Grahama.

Selektywność inwestora defensywnego

Każdy inwestor chciałby, aby lista jego akcji była lepsza albo bardziej obiecująca, niż przeciętna. Dlatego też czytelnik, jeśli sam staje się kompetentnym rzeczoznawcą lub analitykiem giełdowym, zapyta, czy nie powinien liczyć na wsparcie w postaci pakietu inwestycyjnego o naprawdę wysokiej wartości. „Przecież zasady, jakie wyłożyłeś, są bajecznie proste i wygodne w zastosowaniu" – może stwierdzić. – „Dobrze wyszkolony analityk powinien umieć wykorzystać wszystkie swe zdolności i znane techniki, aby wybić się znacząco w czymś tak oczywistym, jak indeks Dow Jones. Jeżeli nie, ile warte są jego statystyki, kalkulacje i przemądrzałe opinie?".

Załóżmy, że przeprowadzając praktyczny sprawdzian, poprosiliśmy 100 analityków giełdowych o wybranie pięciu „najlepszych" akcji z indeksu Dow Jones, jakie należy kupić pod koniec 1970 roku. Kilku z nich, dokonałoby takich samych wyborów, jednak decyzje większości różniłyby się zupełnie.

Nie jest to tak zaskakujące, jak mogłoby się wydawać. Aktualna cena każdej z wiodących akcji, całkiem trafnie odzwierciedla najważniejsze czynniki, jakie wpłynęły na jej notowania finansowe, jak również ogólne zapatrywania, co do szans na przyszłość. Stąd też pogląd jakiegoś analityka, że zakup jednej z akcji jest lepszy niż pozostałych, musi w znacznym stopniu wynikać z jego osobistych upodobań i oczekiwań. A także z tego powodu, że dokonując oceny, do wybranej grupy czynników przywiązuje on większą wagę, niż do innych. Gdyby wszyscy analitycy byli zgodni, że akcje wybranej spółki są lepsze od całej reszty, cena akcji tej spółki szybko wzrosłaby do poziomu, który zniwelowałby wszystkie poprzednie zalety.*

Nasze stwierdzenie, że aktualna cena odzwierciedla zarówno znane fakty, jak i oczekiwania względem przyszłości, miało zaakcentować dwojaką podstawę ocen rynkowych. Z tymi dwoma rodzajami istotnych elementów, korespondują dwa zasadniczo odmienne podejścia do analizy papierów

* Graham streszcza „hipotezę wydajnego rynku" („efficient market hypothesis" – EMH), akademicką teorię utrzymującą, że cena każdej z akcji zawiera w sobie wszystkie publicznie dostępne informacje na temat spółki. Jest mało prawdopodobne, żeby poważne spadki cen trwały zbyt długo, kiedy miliony inwestorów codziennie zasilają rynek. W starym dowcipie, który opowiada o dwóch profesorach ekonomii, jeden z nich dostrzega leżącą na chodniku monetę dwudziestodolarową. Kiedy schyla się, by ja podnieść, drugi chwyta go za rękę, mówiąc: „Szkoda zachodu. Gdyby to była prawdziwa dwudziestodolarówka, ktoś by już ją zabrał". Jeśli wydajność rynku nie jest doskonała, dzieje się bardzo podobnie w większości przypadków, zatem inteligentny inwestor schyli się po giełdowy bilon tylko po gruntownym jego zbadaniu i zminimalizowaniu kosztów zakupu i podatków.

wartościowych. Aby mieć pewność, każdy znający się na rzeczy analityk, spogląda raczej w przyszłość niż wstecz i zdaje sobie sprawę, że to, czy jego praca przyniesie efekty, czy nie, zależy od tego co się stanie, a nie od tego, co się *stało*. Niemniej jednak, do samej kwestii przyszłości, można podejść na dwa różne sposoby, zwane drogą *przewidywania* (albo prognozowania) i drogą *zabezpieczania*.*

Ci, którzy kładą nacisk na prognozy, będą usiłowali w miarę dokładnie przewidzieć to, czego spółka dokona w najbliższych latach – a szczególnie, czy zyski wykażą zadeklarowany i ciągły wzrost. Wnioski można oprzeć na bardzo starannym badaniu takich czynników, jak podaż i popyt w przemyśle – albo ilość, cena i koszty – bądź też wysnuć je, z raczej naiwnych, projekcji na przyszłość, formułowanych na podstawie krzywej wzrostu z przeszłości. Jeżeli ci eksperci żywią przekonanie, że w miarę długoterminowe perspektywy są niezwykle korzystne, prawie zawsze będą zalecać nabywanie akcji, nie bacząc zbytnio na poziom, na jakim odbywa się sprzedaż. Takie było na przykład ogólne nastawienie, w związku z akcjami przewoźników lotniczych – nastawienie, które trwało wiele lat, mimo przygnębiająco złych wyników, często widocznych po 1946 roku. We wstępie poczyniliśmy komentarz co do rozbieżności, między mechanizmem silnej ceny, a stosunkowo rozczarowującymi notowaniami dochodów w przemyśle.

Dla kontrastu, ci, którzy kładą nacisk na zabezpieczenie, zawsze w momencie prowadzenia badań są szczególnie zaintrygowani ceną emisji. Ich starania dążą, przede wszystkim, do upewnienia się co do znacznej przewagi sygnalizowanej obecnie wartości nad ceną rynkową – która to rezerwa mogłaby w przyszłości złagodzić następstwa niekorzystnego rozwoju wydarzeń. Ogólnie rzecz biorąc, dlatego też nie jest dla nich tak nieodzowne, aby żywić entuzjazm dla długoterminowych prognoz spółki, jak zyskać poparte rozwagą przekonanie, że przedsiębiorstwo to będzie czynić postępy.

To pierwsze, prorocze nastawienie, można również nazwać podejściem jakościowym, bowiem kładzie ono nacisk na przyszłe perspektywy, zarzą-

* Jest to jedna z podstawowych kwestii w książce Grahama. Działaniom wszystkich inwestorów towarzyszy okrutna ironia: inwestujemy w teraźniejszości, ale *na* przyszłość. A przyszłość jest, niestety, prawie całkiem niepewna. Na inflacji i stopach procentowych nie ma co polegać; kryzysy ekonomiczne przychodzą i odchodzą na chybił trafił; ogólnoświatowe wstrząsy, jak wojny, braki towarów, czy terroryzm pojawiają się bez ostrzeżenia; zaś losy poszczególnych spółek oraz ich branż często okazują się odwrotnością oczekiwań inwestorów. Dlatego też, inwestowanie na podstawie *przewidywań* to robota głupiego. Nawet przewidywania tak zwanych ekspertów, są mniej wiarygodne, niż rzucanie monetą. Dla większości ludzi, inwestowanie na podstawie *zabezpieczania* – przed przepłaceniem za akcje i przed nadmierną wiarą w wartość swych własnych osądów – jest najlepszym rozwiązaniem. Graham rozwija tę koncepcję w rozdziale 20.

dzanie oraz inne niewymierne, aczkolwiek bardzo istotne czynniki, które składają się na jakość. Drugie nastawienie, czyli zapobiegawcze, można określić jako ilościowe albo statystyczne, bo akcentuje ono wymierne związki, między ceną sprzedaży a dochodami, kapitałem, dywidendami itd. Nawiasem mówiąc, metoda ilościowa jest naprawdę rozwinięciem – w kierunku akcji zwykłych – punktu odniesienia, obranego przez analizę giełdową, dla poparcia wiarygodności przy doborze obligacji albo akcji uprzywilejowanych.

W naszych przekonaniach i działalności zawodowej, zawsze skłanialiśmy się ku podejściu ilościowemu. Po pierwsze, chcieliśmy upewnić się, że będziemy czerpać spore zyski ze swoich pieniędzy w konkretnym i dającym się przewidzieć czasie. Nie mieliśmy ochoty akceptować przewidywań i obietnic na przyszłość jako rekompensaty, za brak wystarczających walorów. Nie był to standardowy punkt widzenia wśród ekspertów inwestycyjnych. W istocie, większość z nich mogłaby prawdopodobnie przyjąć pogląd, wedle którego prognozy, jakość zarządzania oraz inne, trudne do opisania, elementy, jak również „czynnik ludzki", znacznie przewyższają wskazania poparte studiami notowań z przeszłości, zestawień bilansowych oraz innych martwych liczb.

Dlatego też, kwestia wybrania „najlepszych" akcji, jest z gruntu bardzo kontrowersyjna. Radzimy jednak inwestorowi defensywnemu, by nie zaprzątał sobie tym głowy. Powinien on położyć większy nacisk na zróżnicowanie, niż na indywidualną selekcję. Ponadto, ogólnie przyjęta idea różnicowania, przynajmniej w części, stanowi zaprzeczenie górnolotnych aspiracji do wybiórczości. Gdyby można było bezbłędnie przebierać w akcjach, inwestorzy stawiający na urozmaicanie, ponosiliby same straty. Wśród ograniczeń, jakie niosą cztery najbardziej podstawowe zasady dotyczące selekcji akcji zwykłych, sugerowane inwestorowi defensywnemu (na str. 116–117), istnieje przestrzeń na raczej rozważną dowolność upodobań. W najgorszym przypadku, pobłażanie takim upodobaniom nie powinno przynieść szkody; co więcej, może wnieść coś wartościowego. W swoich kalkulacjach, inwestor nie może pominąć rosnącego wpływu rozwoju technologicznego na zbiorowe wyniki długoterminowe. Tutaj, jak i gdziekolwiek indziej, musi on poszukiwać środka między zaniedbaniem, a przesadą.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 14

I tak do pewnych zysków doszedł, do wielkich bogactw niemal dorasta, i oto ryzykuje ponad miarę. Częstokroć taki klęskę ponosi i w nędzę popada. Dobrze jest przeto ryzyka się wystrzegać dla rzeczy pewnych, co od straty chronią.

Sir Francis Bacon

Na starcie

Jak należy uporać się z podstawowym zadaniem wyboru akcji? Graham sugeruje, że inwestor defensywny może, „najprościej rzecz ujmując", kupić każdą z akcji z indeksu Dow Jones Industrial Average. Dzisiaj, inwestor defensywny może nawet więcej – wykupić całość zasobów indeksu rynku giełdowego, który w zasadzie zawiera wszystkie akcje, posiadające jakąś wartość. Dostępny po niskiej cenie indeks jest najlepszym środkiem, jaki kiedykolwiek stworzono, służącym do, nie wymagającego dużych nakładów, inwestowania w papiery wartościowe. A jakiekolwiek starania, mające doprowadzić do postępów w tej materii, są bardziej pracochłonne (i narażają na wyższe koszty oraz większe ryzyko), niż byłoby to uzasadnione w przypadku prawdziwego inwestora defensywnego.

Badanie i selekcjonowanie swoich własnych akcji nie jest konieczne, a dla większości ludzi nawet nie jest wskazane. Jakkolwiek niektórych inwestorów defensywnych cieszą urozmaicenia, a wybieranie indywidualnych akcji stanowi dla nich wyzwanie intelektualne. Jeśli zdołałeś przetrwać rynek niedźwiedzia, i wciąż lubisz wybierać akcje, to nic, co mógłby napisać Graham, albo ja, nie będzie w stanie ci tego wyperswadować. W tym przypadku, zamiast kompletnego wypełnienia portfela całością zasobów indeksu, czynisz z niej podstawę swego portfela. Kiedy podwaliny znajdą się już na swoim miejscu, możesz eksperymentować „na obrzeżach", dokonując własnego wyboru akcji. Zainwestuj 90% pieniędzy w zasoby indeksu, pozostawiając sobie 10%, przy użyciu których będziesz próbował wybierać swoje własne akcje. Poszukiwania powinieneś zacząć dopiero wtedy, gdy stworzysz solidny fundament. Aby przekonać się, dlaczego szerokie zróżnicowanie jest tak ważne, przeczytaj, proszę, tekst w ramce na następnej stronie.

Po co różnicować?

Podczas rynku byka w latach 90. XX wieku, jednym z najpowszechniejszych wyrazów krytyki pod adresem zróżnicowania był sam fakt, że obniża ono potencjał sprzyjający wysokim zyskom. Zresztą, gdyby można było znaleźć drugi taki Microsoft, czyż miałoby sens stawiać wszystko na jedną kartę?

Oczywista sprawa. Jak powiedział kiedyś satyryk Will Rogers: „Nie uprawiaj hazardu. Weź wszystkie swoje oszczędności, kup trochę dobrych akcji i trzymaj je tak długo, jak idą w górę, a potem sprzedaj. A jeśli nie idą w górę, nie kupuj".

Bądź co bądź, o czym Rogers wiedział, zdolność przewidywania wszystkich faktów nie jest darem, jaki przypadł w udziale wszystkim inwestorom. Nie ważne, jak pewni siebie czulibyśmy się, nie ma sposobu by ustalić, czy akcje będą szły w górę, dopóki ich nie sprzedamy. Stąd też akcje, które uważasz za „kolejny Microsoft", równie dobrze mogą okazać się kolejnym MicroStrategy. Zresztą, ów niegdysiejszy gwiazdor rynku, spadł z ceny 3,130 dolara za akcję, notowanej w marcu 2000 roku, do 15,10 dolara za akcję pod koniec roku 2002. Była to wręcz apokaliptyczna strata wynosząca 99,5% wartości.[1] Jedynym środkiem, zabezpieczającym przed ryzykiem błędu, jest inwestowanie pieniędzy w szeroki wachlarz akcji i sektorów.

Dywersyfikacja nie minimalizuje prawdopodobieństwa twego błędu, ale podnosi szanse prawidłowego wyboru. Po długim czasie, garstka akcji, może zamienić się w „superpakiet", którego wartość wzrasta 10,000% albo więcej. Magazyn *Money* wyróżnił 30 najlepszych akcji na przestrzeni trzydziestolecia, którego koniec przypada na 2002 rok – i nawet przy krótkowzroczności rzędu 20/20, lista jest wstrząsająco nieprzewidywalna. Zamiast spółek z branży technicznej oraz medycznej, zawierała ona akcje takich przedsiębiorstw, jak Southwest Airlines, Worthington Steel, sieci dyskontów Dollar General i producenta tabaki UST Inc.[2] A jeśli sądzisz, że mógłbyś mieć ochotę w 1972 roku, postawić na któreś z tych akcji, to najprawdopodobniej stroisz z siebie żarty.

Pomyśl o tym w ten sposób: w wielkim stogu siana, jakim jest rynek giełdowy, tylko parę igieł może przysporzyć gigantycznych zysków. Im więcej siana masz dla siebie, tym większa szansa, że wreszcie znajdziesz przynajmniej jedną igłę. Będąc posiadaczem całego stogu (idealnie, poprzez zasoby indeksu, będące przekrojem całego amerykańskiego rynku akcji), możesz być pewien, że znajdziesz każdą z tych igieł, czyli zdobędziesz dochody ze wszystkich „superpakietów". Jeśli jesteś inwestorem defensywnym, po co masz szukać igieł, jeżeli możesz mieć cały stóg?

[1] Proporcjonalnie do pomnożenia akcji. Dla wielu ludzi MicroStrategy pod koniec 2000 roku, naprawdę wyglądał jak kolejny Microsoft. W 1999 roku, jego akcje zyskały 566,7% wartości, a prezes spółki, Michael Saylor oświadczył: „Nasza przyszłość zapowiada się dziś lepiej, niż 18 miesięcy temu". American Stock Exchange zarzuciła później spółce MicroStrategy oszustwo podatkowe i Saylor musiał zapłacić 8,3 mln dolarów grzywny, aby wyrównać rachunki.

[2] Por. Jon Birger, *The 30 Best Stocks*, *Money*, jesień 2002, str. 88–95.

Sprawdzian

Unowocześnijmy zwięźle kryteria Grahama, dotyczące selekcji akcji.

Odpowiednia wielkość. W obecnych czasach, aby „wyeliminować małe spółki", większość inwestorów defensywnych, powinna trzymać się z daleka od akcji, których całkowita wartość rynkowa jest mniejsza niż 2 mld dolarów. Na początku 2003 roku, można było jeszcze wybierać spośród 437 spółek zarejestrowanych w indeksie Standard & Poor's, który skupia 500 firm.

Tym niemniej, dzisiejszy inwestor defensywny, w przeciwieństwie do swego odpowiednika z czasów Grahama, może bez przeszkód wchodzić w posiadanie udziałów małych spółek, inwestując za pośrednictwem funduszu powierniczego, specjalizującego się w akcjach takich przedsiębiorstw. I znów, biernie zarządzany indeks giełdowy, taki jak Vanguard Small-Cap Index, jest wybierany w pierwszej kolejności, chociaż fundusze aktywne zawierają dostępne po rozsądnej cenie akcje takich firm, jak Ariel, T. Rowe Price, Royce i Third Avenue.

Silna kondycja finansowa. Jak twierdzą stratedzy giełdowi, Steve Galbraith i Jay Lasus z banku inwestycyjnego Morgan Stanley, na początku 2003 roku, około 120 spółek, notowanych w indeksie Standard & Poor's, spełniło wymagania testu Grahama, gdyż ich bieżący współczynnik wynosił 2 do 1. Przy stanie aktywów bieżących, dwukrotnie przewyższającym bieżące zobowiązania, firmy te miały znaczną osłonę w postaci kapitału obrotowego, który – jak wynika ze średniej statystycznej – powinien wspierać je w ciężkich czasach.

Na Wall Street nigdy nie brakowało gorzkiej ironii, a pęknięcie „balonu wzrostu akcji" spowodowało coś dziwnego i nadzwyczajnego. W latach 1999 i 2000, akcje spółek z branży technicznej, biotechnologicznej oraz tele-

komunikacyjnej, uchodziły za przykład „agresywnego wzrostu", lecz zamiast tego, przyniosły większości swoich inwestorów agresywny ubytek. Na początku 2003 roku, koło zatoczyło jednak pełen obrót i wiele spółek, których akcje agresywnie przybierały na wartości, zyskało, dzięki kapitałowi obrotowemu, stabilizację finansową, stając się zasobnymi w pieniądze i często wolnymi od długów. Próbkę zawiera niniejsza tabela:

Tabela 14.1. Wszystko co nowe, znowu jest stare

Spółka	Aktywa bieżące	Zobowiązania bieżące	Stosunek aktywów bieżących do zobowiązań krótkoterminowych	Zobowiązania długoterminowe	Stosunek zobowiązań długoterminowych do kapitału obrotowego
Applied Micro Circuits	1091,2	61,9	17,6	0,0	brak
Linear Technology	1736,4	148,1	11,7	0,0	brak
QLogic Copr.	713,1	69,6	10,2	0,0	brak
Analog Devices	3711,1	467,3	7,9	1274,5	0,3900
Qualcomm Inc.	4368,5	654,9	6,7	156,9	0,0400
Maxim Integrated Products	1390,5	212,3	6,5	0,0	brak
Applied Materials	7878,7	1298,4	6,1	573,9	0,0900
Tellabs Inc.	1533,6	257,3	6,0	0,5	0,0004
Scientific-Atlanta	1259,8	252,4	5,0	8,8	0,0100
Altera Corp.	1176,2	240,5	4,9	0,0	brak
Xilinx Inc.	1108,8	228,1	4,9	0,0	brak
American Power Conversion	1276,3	277,4	4,6	0,0	brak
Chiron Corp.	1393,8	306,7	4,5	414,9	0,3800
Biogen Inc.	1194,7	265,4	4,5	39,0	0,0400
Novellus Systems	1633,9	381,6	4,3	0,0	brak
Amgen Inc.	6403,5	1529,2	4,2	3039,7	0,6200
LSI Logic Corp.	1626,1	397,8	4,1	1287,1	1,0500
Rowan Cos.	469,9	116,0	4,1	494,8	1,4000
Biomet Inc.	1000,0	248,6	4,0	0,0	brak
Siebel Systems	2588,4	646,5	4,0	315,6	0,1600

Wszystkie wartości podane są w milionach dolarów i pochodzą z najnowszych dostępnych deklaracji finansowych, według stanu na 31 grudnia 2002. Kapitał obrotowy jest różnicą aktywów bieżących i zobowiązań krótkoterminowych. Zobowiązania długoterminowe obejmują akcje uprzywilejowane, natomiast nie dotyczą odroczonych zobowiązań podatkowych.

W 1999 roku, większość tych spółek, znalazła się wśród najbardziej rozchwytywanych faworytów giełdowych, roztaczających perspektywę wysokiego zysku. Na początku 2003 roku, oferowały one niepodważalne świadectwo prawdziwej wartości.

Źródła: Morgan Stanley, baza danych EDGAR na stronie www.sec.gov

Morał nie polega tutaj na tym, że akcje te były „pewniakiem", albo że powinieneś od razu pobiec i kupić wszystko (albo nic), co znajduje się w tej tabeli.* Zamiast tego, powinieneś uświadomić sobie, że inwestor defensywny może zawsze rozwijać się pomyślnie, przeglądając cierpliwie i spokojnie pobojowisko rynku niedźwiedzia. Kryterium Grahama, określające siłę finansową jest nadal aktualne. Jeśli stworzysz zróżnicowany pakiet akcji spółek, których aktywa bieżące przynajmniej dwukrotnie przewyższają wartość zobowiązań krótkoterminowych, i których zobowiązania długoterminowe nie przekraczają wartości kapitału obrotowego, ostatecznie skupisz udziały finansowo stabilnych przedsiębiorstw, mających dużą zdolność przetrwania. W dzisiejszych czasach, najwyższą wartość mają akcje, które kiedyś cieszyły się ogromnym popytem, a potem ich powodzenie zmalało. Na przestrzeni dziejów, akcje tego typu często pozostawiały taki margines bezpieczeństwa, jakiego wymagał inwestor defensywny.

Stabilność dochodów. Według informacji podawanych przez bank Morgan Stanley, 86% spółek notowanych w indeksie Standard & Poor's, miało pozytywne dochody każdego roku, od 1993 do 2002. Zatem naleganie Grahama, aby „spółki emitujące akcje zwykłe, osiągały jakieś zyski na przestrzeni ostatnich 10 lat", pozostaje wciąż ważnym kryterium – na tyle trudnym, by wyeliminować chronicznych przegranych, lecz nie tak ograniczającym, by zawęzić twój wybór do nierealnie małego obszaru.

Rejestr dywidend. Jak w początkach 2003 roku, według Standard & Poor's, 354 spółki notowane w indeksie S&P 500 (czyli stanowiące 71% całości) wypłacały dywidendy? Nie mniej niż 255 firm, płaciło dywidendy nieprzerwanie przez 20 lat. Z tego samego źródła pochodzi też informacja, że 57 spółek figurujących w indeksie, *podniosło* swe dywidendy w okresie przynajmniej 25 następujących po sobie lat. Nie stanowi to gwarancji, że będą tak robić zawsze, ale jest pokrzepiającym znakiem.

Wzrost dochodów. Jak dużo spółek notowanych w indeksie S&P 500 zwiększyło swoje dochody przypadające na akcję o „przynajmniej jedną trzecią", czego wymaga Graham, w ciągu 10 lat, licząc wstecz, od 2002 roku? (Obliczymy średnią dochodów każdego z tych przedsiębiorstw w latach 1991–1993, by potem stwierdzić, czy średnia dochodów od 2000 roku do 2002 roku, była wyższa o co najmniej 33%). Z danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley wynika, że 264 spółki notowane w indeksie S&P 500, sprostały temu wymogowi. Jednak wydawać by się mogło, że Graham ustawił tę poprzeczkę bardzo nisko, bowiem 33% łącznego wzrostu na prze-

* Kiedy to czytasz, wiele danych mogło już ulec zmianie od końca 2002 roku.

strzeni dekady to mniej niż 3% rozwoju w skali roku. Łączny wzrost dochodów, przypadających na akcję o wysokości przynajmniej 50% – albo 4% rocznej średniej – wygląda już odrobinę mniej zachowawczo. Nie mniej, niż 245 spółek notowanych w indeksie S&P 500, spełniło to kryterium we wczesnych miesiącach 2003 roku, dając inwestorom defensywnym szeroki wachlarz możliwości wyboru (gdyby jednak podwoić kryterium łącznego wzrostu do 100% albo do 7% w skali roku, wtedy 198 firm nie byłoby branych pod uwagę).

Tabela 14.2. Czarne konie (każda z tych spółek płaciła z każdym upływającym rokiem, bez wyjątku, coraz wyższe dywidendy)

Spółka	Sektor	Dywidendy pieniężne płacone corocznie od...	Ilość podwyżek dywidend rocznych w ciągu ostatnich 40 lat
1	2	3	4
3M Co	Przemysł	1916	40
Abbott Laboratories	Opieka zdrowotna	1926	35
ALLTEL Corp	Usługi telekomunikacyjne	1961	37
Altria Group (dawniej Phillip Morris)	Artykuły codziennego użytku	1928	36
AmSouth Bancorp	Finanse	1943	34
Anheuser-Busch Cos	Artykuły codziennego użytku	1932	39
Archer-Daniels-Midland	Artykuły codziennego użytku	1927	32
Automatic Data Proc	Przemysł	1974	29
Avery Dennison Corp	Przemysł	1964	36
Bank of America	Finanse	1903	36
Bard (C.R.)	Opieka zdrowotna	1960	36
Becton, Dickinson	Opieka zdrowotna	1926	38
CenturyTel Inc	Usługi telekomunikacyjne	1974	29
Chubb Corp	Finanse	1902	28
Clorox Co	Artykuły codziennego użytku	1968	30
Coca-Cola Co	Artykuły codziennego użytku	1893	40
Comerica Inc	Finanse	1936	39
ConAgra Foods	Artykuły codziennego użytku	1976	32
Consolidated Edison	Przedsiębiorstwa użyteczności publicznej	1885	31
Donnelley (R.R.) & Sons	Przemysł	1911	36
Dover Corp	Przemysł	1947	37
Emerson Electric	Przemysł	1947	40
Family Dollar Stores	Usługi konsumenckie	1976	27
First Tenn Natl	Finanse	1895	31
Gannett Co	Usługi konsumenckie	1929	35
General Electric	Przemysł	1899	35
Grainger (W.W.)	Przemysł	1965	33

Spółka	Sektor	Dywidendy pieniężne płacone corocznie od...	Ilość podwyżek dywidend rocznych w ciągu ostatnich 40 lat
1	2	3	4
Heinz (H.J.)	Artykuły codziennego użytku	1911	38
Household Intl.	Finanse	1926	40
Jefferson-Pilot	Finanse	1913	36
Johnson&Johnson	Opieka zdrowotna	1944	40
Johnson Controls	Usługi konsumenckie	1887	29
KeyCorp	Finanse	1963	36
Kimberly-Clark	Artykuły codziennego użytku	1935	34
Leggett & Platt	Usługi konsumenckie	1939	33
Lilly (Eli)	Opieka zdrowotna	1885	38
Lowe's Cos.	Usługi konsumenckie	1961	40
May Dept Stores	Usługi konsumenckie	1911	31
McDonald's Corp.	Usługi konsumenckie	1976	27
McGraw-Hill Cos.	Usługi konsumenckie	1937	35
Merck & Co	Opieka zdrowotna	1935	38
Nucor Corp.	Surowce i materiały	1973	30
PepsiCo Inc.	Artykuły codziennego użytku	1952	35
Pfizer, Inc.	Opieka zdrowotna	1901	39
PPG Indus.	Surowce i materiały	1899	37
Procter & Gamble	Artykuły codziennego użytku	1891	40
Regions Financial	Finanse	1968	32
Rohm & Haas	Surowce i materiały	1927	38
Sigma-Aldrich	Surowce i materiały	1970	28
Stanley Works	Usługi konsumenckie	1877	37
Supervalu Inc.	Artykuły codziennego użytku	1936	36
Target Corp.	Usługi konsumenckie	1965	34
TECO Energy	Przedsiębiorstwa użyteczności publicznej	1900	40
U.S. Bancorp	Finanse	1999	35
VF Corp.	Usługi konsumenckie	1941	35
Wal-Mart Stores	Usługi konsumenckie	1973	29
Walgreen Co.	Artykuły codziennego użytku	1933	31

Źródło: Standard & Poor's Corp.
Według stanu na 31.12.2002

Umiarkowany stosunek ceny do zysków. Graham zaleca powściągliwość w stosunku do akcji, których aktualna cena nie jest większa niż piętnastokrotna średnia zysków z trzech ostatnich lat. Co niezwykłe, powszechnie panująca dziś na Wall Street praktyka, polega na wycenianiu wartości akcji metodą dzielenia ich ceny bieżącej przez coś, co nazywa się „przyszłorocz-

nym zyskiem". Wskutek tego, powstaje tak zwany „przyszły stosunek ceny do zysków". Nie ma jednak sensu, wyprowadzanie proporcji między ceną a zyskiem, drogą dzielenia znanej aktualnej ceny przez nieznane przyszłe zyski. Doradca inwestycyjny David Dreman dowiódł, po długotrwałych obserwacjach, że 59% „jednomyślnych" prognoz z Wall Street, dotyczących zysków, pozostaje chybiona. Powodem tego, jest żenująco szeroki margines, który zarówno zaniża, jak i zawyża, rzeczywiste zadeklarowane zyski o przynajmniej 15%.* Inwestowanie pieniędzy na podstawie tego, co ci krótkowzroczni wróżbici przepowiadają na nadchodzący rok, jest tak ryzykowne, jak zgłoszenie się na ochotnika do trzymania tarczy na zawodach strzeleckich dla niewidomych. Zamiast tego, można samodzielnie obliczyć stosunek ceny do zysków, dzieląc, zgodnie z formułą Grahama, aktualną cenę przez średnią zysków z ostatnich trzech lat.**

Ile akcji spółek, notowanych w indeksie S&P 500, było na początku 2003 roku, wycenianych na nie więcej niż piętnastokrotność ich średnich dochodów w latach 2000–2002? Według banku inwestycyjnego Morgan Stanley, test Grahama przeszła zawrotna liczba 185 firm.

Umiarkowany stosunek ceny do wartości księgowej. Graham zaleca, aby „stosunek ceny do wartości aktywów" (albo stosunek ceny do wartości księgowej), wynosił nie więcej, jak 1,5. W ciągu ostatnich lat dało się zauważyć, że coraz większy odsetek kapitału spółek pochodzi z wartości niematerialnych, takich jak licencje, znaki towarowe, patenty i marka produktu. Ponieważ te czynniki (wraz z nabytą popularnością), nie należą według standardowej definicji do wartości księgowej, większość akcji współczesnych przedsiębiorstw podlega wycenie na podstawie wyższej niż w czasach Grahama, wielokrotności w relacji cena/wartość księgowa. Według banku Morgan Stanley, 123 spółki notowane w indeksie S&P 500 (czyli niemal jedna czwarta), są wyceniane poniżej 1,5 wartości księgowej. 273 firmy (czyli 55% zawartości indeksu), mają wskaźnik relacji między ceną a wartością księgową, mniejszy niż 2,5.

Co zatem z sugestią Grahama, który zaleca pomnożenie stosunku ceny do zysków przez stosunek ceny do wartości księgowej i sprawdzenia, czy wynik nie jest większy niż 22,5? W oparciu o dane banku Morgan Stanley, testy te mogły przejść akcje co najmniej 142 spółek notowanych w indeksie S&P 500. Wśród nich znajdują się Dana Corp., Electronic Data Systems, Sun

* David Dreman, *Bubbles and the Role of Analysts' Forecasts, The Journal of Psychology and Financial Markets*, vol. 3, nr 1, 2002, str. 4–14.

** Możesz obliczyć ten stosunek od ręki, na podstawie rocznych sprawozdań spółki, albo zdobyć dane na takich stronach internetowych www.morningstar.com, http://finance.yahoo.com.

Microsystems i Washington Mutual. Zatem, „łączony mnożnik" Grahama wciąż się sprawdza, jako wstępne kryterium, pomocne przy wyszukiwaniu akcji o rozsądnych cenach.

Z należytą starannością

Nieważne, jak bardzo defensywnym jesteś inwestorem – w rozumieniu Grahama, dążącym do zminimalizowania wkładu pracy potrzebnej do wyboru akcji – istnieją dwa kroki, których nie możesz pominąć:

Odrób zadanie domowe. Dzięki bazie danych EDGAR, dostępnej na stronie www.sec.gov.com, otrzymasz natychmiastowy dostęp do rocznych i kwartalnych sprawozdań spółek, wraz z wydanymi przez pełnomocników oświadczeniami, które ujawniają dochody członków kierownictwa, właścicieli oraz potencjalne konflikty interesów. Zapoznaj się z danymi z przynajmniej pięciu lat.*

Sprawdź co słychać w sąsiedztwie. Strony internetowe, http://quicktake.morningstar.com, http://finance.yahoo.com oraz www.quicken.com, mogą bez trudu poinformować cię, jaki odsetek akcji danej spółki znajduje się w posiadaniu instytucji. Jeżeli więcej niż 60%, sugeruje to, że przedsiębiorstwo jest niemalże niezbadane, a jego udziały są nadmiernie uzależnione od akcjonariuszy (kiedy duże instytucje sprzedają swoje akcje, mają skłonności do popadania w bezmyślną rutynę, co ma dla akcji skutki katastrofalne; wyobraź sobie cały rząd tancerek rewiowych, które naraz wywracają się na scenie, a zyskasz pojęcie, o co chodzi). Z podanych wyżej stron internetowych dowiesz się również, kto jest największym z udziałowców. Jeśli są to firmy zajmujące się zarządzaniem finansami, które inwestują w stylu podobnym do twojego, to dobry znak.

* Aby znaleźć więcej, zobacz Komentarze do Rozdziałów 11., 12. i 19. Jeżeli nie masz zamiaru poprzestawać nawet na minimalnym wysiłku, czytając sprawozdania i dokonując podstawowych porównań kondycji finansowej, na podstawie rocznych raportów z ostatnich pięciu lat, oznacza to, że jesteś zbyt defensywny, aby w ogóle kupować indywidualne akcje. Zrezygnuj z wybierania akcji i poprzestań na swoim funduszu powierniczym.

ROZDZIAŁ 15

Wybór akcji dla inwestora aktywnego

W poprzednim rozdziale mieliśmy do czynienia z selekcją akcji zwykłych, mając na myśli szerokie grupy godnych zainteresowania papierów wartościowych, wśród których inwestor albo jego doradca, może wybierać zgodnie z upodobaniami, osiągając przy tym odpowiednią dywersyfikację. W przypadku selekcji, szczególną uwagę przykładaliśmy do eliminacji – z jednej strony doradzając odrzucenie wszystkich emisji zdradzających niską wartość, a z drugiej, akcji najwyższej próby, gdyby ich cena była zbyt wysoka, aby mieścić się w granicach przewidywalnego ryzyka. W tym rozdziale, kierowanym do przedsiębiorczych inwestorów, musimy rozważyć możliwości oraz środki, pozwalające na dokonanie *indywidualnej* selekcji, która może okazać się bardziej korzystna, niż przekrojowa średnia.

Jakie są szanse, by zrobić to skutecznie? Mówiąc delikatnie, bylibyśmy nie do końca szczerzy, jeśli na samym początku, nie wyrazilibyśmy pewnych poważnych zastrzeżeń w tym zakresie. Na pierwszy rzut oka, kwestia skutecznej selekcji zdaje się być oczywista. Osiągnięcie przeciętnych rezultatów, to znaczy równorzędnych z poziomem notowań DJIA, nie powinno wymagać żadnych specjalnych umiejętności. Wszystko, co jest potrzebne, to portfel, identyczny lub podobny do tych 30 wybitnych emisji. Z pewnością wtedy, przy wykorzystaniu umiejętności nawet na średnim poziomie – wynikających z badań, doświadczenia i wrodzonych predyspozycji – powinno być możliwe osiągnięcie znacznie lepszych efektów niż notowania indeksu DJIA.

Istnieje wszakże poważny i przekonywający dowód na to, że osiągnięcie takiego efektu jest bardzo trudne, nawet w przypadku osób o najwyższych kwalifikacjach. Dowód ten tkwi w rejestrze licznych spółek inwestycyjnych albo „funduszy", które działają od wielu lat. Większość z nich jest wystar-

czająco wielka, by mieć do swej dyspozycji najlepszych analityków finansowych i giełdowych, wraz ze wszystkimi innymi elementami odpowiedniego działu badawczego. Wydatki na ich działania, pochłaniają przeciętnie w skali roku, co najwyżej pół procenta ogromnego kapitału tych firm. Nie są to koszty bez znaczenia, ale kiedy je zestawić z piętnastoprocentowym rocznym zyskiem z akcji zwykłych, odnotowanym w latach 1951–1960, a nawet z sześcioma procentami dochodu w okresie 1961–1970, nie prezentują się okazale. Odrobina wybitnych umiejętności selekcjonowania, winna była bez trudu zrównoważyć tę niedogodność w postaci wydatków, i doprowadzić ostatecznie do niezwykle korzystnego dla akcjonariuszy efektu.

Jednak, ujmując rzecz całościowo, fundusze obracające akcjami zwykłymi, nie zdołały w okresie trwającym wiele lat, osiągnąć tak wysokich zysków, jakie wykazuje średnia wartość 500 akcji notowanych w indeksie Standard & Poor's, czy też jak wskazują ogólne dane rynkowe. Wniosek ten potwierdziło kilka obszernych studiów. Pozwolimy sobie zacytować ostatnie z nich, poprzedzające nasze, dotyczące okresu od 1960 roku do 1968 roku*:

> Na podstawie tych wyników nasuwa się wniosek, że portfele wybranych losowo akcji, notowanych na NYSE, przy takim samym inwestowaniu w każdą z tych akcji, wykazały się w określonym odstępie czasu lepszymi osiągnięciami, niż fundusze powiernicze, działające w tej samej klasie ryzyka. Różnice te były dość znaczne w przypadku portfeli niskiego i średniego ryzyka (odpowiednio 3,7% i 2,5% w skali roku), ale całkiem niewielkie dla portfeli wysokiego ryzyka (0,2% w skali roku).[1]

Jak zaznaczyliśmy w Rozdziale 9., te zestawienia liczb w żaden sposób nie podważają użyteczności funduszy inwestycyjnych, jako instytucji finansowych. Dają one całej społeczności inwestorów, możliwość osiągnięcia mniej więcej przeciętnych rezultatów ich zaangażowania w akcje zwykłe. Z rozmaitych powodów, większość członków tej społeczności, którzy wkładają

* Badanie, jakie przeprowadzili Irvin Friend, Marshall E. Blume i Jean Crockett, obejmowało okres od stycznia 1960 roku do czerwca 1968 roku, i porównywało osiągnięcia ponad 100 największych funduszy powierniczych, z zyskami portfeli stworzonych drogą losowego wyboru spośród akcji 500 największych przedsiębiorstw notowanych na NYSE. Według tego studium, fundusze inwestycyjne działały lepiej w latach 1965–1968, niż w pierwszej połowie badanego okresu, czyli prawie tak samo, jak odkrył to Graham w swych własnych dociekaniach (zobacz powyżej oraz na stronach 152 i 224–226). Poprawa ta jednak nie trwała długo. Z tych badań wynika, że fundusze inwestycyjne zazwyczaj zaniżają osiągnięcia rynku, a wynikająca z tego różnica, odpowiada w przybliżeniu ich kosztom utrzymania. Było to potwierdzane tak wiele razy, że gdyby ktokolwiek miał wątpliwości, powinien znaleźć dział finansowy przy Flat Earth Society.

swoje pieniądze w akcje zwykle na podstawie własnego wyboru, niemal tak samo często ponoszą porażki. Jednak niezdolność tych funduszy do poprawienia swej wydajności w szerokim zakresie, jest dla obiektywnego obserwatora całkiem miarodajnym znakiem, że takie podejście, zamiast stanowić ułatwienie, jest w rzeczywistości niezwykle trudne.

Dlaczego tak się dzieje? Na myśl przychodzą dwa różne wyjaśnienia, z których każde może być częściowo słuszne. Po pierwsze, jest prawdopodobne, że rynek giełdowy rzeczywiście odzwierciedla w bieżących cenach akcji nie tylko wszystkie istotne fakty dotyczące przeszłej i obecnej wydajności spółek, ale również to, czy z ich przyszłością można wiązać jakieś oczekiwania. A jeżeli tak, to rozmaite przeobrażenia rynku, które następują później – a przybierają często skrajną postać – muszą być skutkiem nowych możliwości, a tych nie sposób jednoznacznie przewidzieć. Może to sprawić, że zmiany cen będą następować całkiem przypadkowo. Powyższe słowa o tyle są prawdą, że starania analityków giełdowych – jakkolwiek inteligentnych i dokładnych – muszą być zupełnie nieskuteczne, ponieważ próbują oni przewidzieć to, co jest nieprzewidywalne.

Całe mnóstwo analityków giełdowych mogło odegrać istotną rolę w osiągnięciu takiego rezultatu. Kiedy setki, a nawet tysiące ekspertów, studiują czynniki rzutujące na wartość jakiejś ważnej akcji, naturalne jest, by spodziewać się, że jej aktualna cena może całkiem wiarygodnie odzwierciedlać zgodność opinii dotyczących jej wyceny. Tymi, którzy wybrali takie, a nie inne wyjście, kieruje zwykle osobiste upodobanie albo optymizm, mogący prowadzić zarówno do pomyślnych, jak i chybionych rezultatów.

Często zastanawialiśmy się nad analogią między pracą tłumu analityków giełdowych na Wall Street, a występem graczy brydżowych na turnieju mistrzów. Ci pierwsi próbują wybrać akcje o „największym prawdopodobieństwie sukcesu", drudzy zaś, dążą do uzyskania najwyższej ilości punktów. Tylko nielicznym udaje się osiągnąć każdy z tych celów.

Ponieważ wszyscy gracze w brydża reprezentują mniej więcej taki sam poziom mistrzostwa, bardziej prawdopodobne jest, że zwycięstwo zależy od różnego rodzaju „szczęśliwych trafów" niż od wybitnych umiejętności.

Proces niwelacji na Wall Street, wspierany jest przez przyjazne stosunki, jakie łączą kolegów po fachu, pomysły lub spostrzeżenia są więc całkiem swobodnie przekazywane podczas różnego rodzaju licznych posiedzeń. Wygląda to prawie tak, jakby rozmaici eksperci zaglądali jeden drugiemu przez ramię, niczym na zawodach brydżowych i dyskutowali o przebiegu gry.

Druga z możliwości, jest innego rodzaju. Przypuszczalnie, wielu analityków giełdowych ma zmniejszone szanse, wskutek błędnego podejścia do zagadnienia selekcji papierów wartościowych. Szukają oni sektorów o najlepszych perspektywach wzrostu oraz spółek w tych sektorach, które są najlepiej zarządzane i mają inne atuty. W konsekwencji, kupują akcje takiego sektora i takich przedsiębiorstw za każdą cenę, choćby i wysoką, a unikają mniej obiecujących branż i firm, nie zważając, że cena ich udziałów może być niska. Mogłaby to być jedyna właściwa metoda, gdyby dochody dobrze prosperujących spółek, miały gwarancję wzrostu w błyskawicznym tempie i bez ograniczeń w przyszłości – wtedy ich wartość byłaby, teoretycznie, nieograniczona. Gdyby zaś, mniej obiecującym spółkom, zagrażało wyginięcie, bez szans na ocalenie, analitycy mieliby rację, uznając ich akcje za nieatrakcyjne, niezależnie od ceny.

Prawda na temat naszych korporacyjnych przedsięwzięć jest zupełnie odwrotna. Bardzo niewiele spółek było w stanie wykazać wysoki współczynnik wzrostu, następujący nieprzerwanie w długim okresie czasu. Również bardzo niewiele większych przedsiębiorstw stoi w obliczu ostatecznej zagłady. Przeważnie ich przeszłość to historia pełna niestabilności, wzlotów i upadków oraz zmian ich względnej pozycji. W niektórych przypadkach przemiany „od zera do milionera i z powrotem", powtarzają się niemal cyklicznie – w odniesieniu do spółek z branży metalurgicznej powiedzenie to stało się standardem. Dla innych, spektakularne zmiany utożsamiane są z pogorszeniem albo poprawą, sposobu zarządzania.*

Jak powyższe dochodzenie może wpłynąć na inwestora aktywnego, który chciałby dokonać indywidualnej selekcji, która mogłaby przynieść obfity plon? Przede wszystkim sugeruje, że podejmuje się on trudnego, a być może niewykonalnego zadania. Czytelnicy tej książki, jakkolwiek inteligentni i obdarzeni wiedzą, mogą zaledwie przypuszczać, że uda im się dokonać selekcji portfela akcji lepiej, niż najlepszym analitykom w kraju. Jeśli jednak jest prawdą, że spora część rynku giełdowego jest często dyskryminowana albo całkiem pomijana w trakcie standardowych selekcji, to inteligentny inwestor ma szansę skorzystać na skutkach tego niedowartościowania.

Jednak, aby tak się stało, musi skorzystać ze specyficznych metod, które nie są ogólnie przyjęte na Wall Street. Te bowiem, które spotkały się z akcep-

* Jak była już mowa w komentarzu do Rozdziału 9., istnieje kilka innych przyczyn, dla których fundusze powiernicze nie były w stanie przekroczyć średniej rynkowej. Zaliczają się do nich niskie dochody z tytułu ich obrotów finansowych oraz wysokie koszty badania i sprzedaży akcji. Fundusz skupiający 120 spółek (typowa liczba), może również przegrywać z indeksem S&P 500, jeśli *którakolwiek* z pozostałych 380 firm okaże się wielkim potentatem. Im mniej akcji ma taki fundusz, tym bardziej prawdopodobne, że przegapi „kolejny Microsoft".

tacją, zdają się nie prowadzić do efektów, jakie każdy chciałby osiągnąć. Byłoby raczej dziwne, gdyby – przy zaangażowaniu wszystkich profesjonalnych mózgów giełdy – mogły pojawić się metody i o rozsądnym, i o względnie niepopularnym charakterze. Wszakże nasza kariera i reputacja, opierają się na tej, mało prawdopodobnej, możliwości.*

Podsumowanie metody Grahama-Newmana

Aby sprecyzować ostatnie zdanie, warto byłoby scharakteryzować pokrótce rodzaje działań, jakie podejmowaliśmy w trzydziestoletnim okresie działania Graham-Newman Corporation, w latach 1926–1956.** W naszych rejestrach były one klasyfikowane w sposób następujący:

Handel papierami wartościowymi: Nabywanie akcji przy równoczesnej sprzedaży jednej lub więcej innych, na których miejsce przychodziły nowe, zgodnie z planem reorganizacji, fuzji itp.

Likwidacje: Zakup udziałów, które miały otrzymać jedną lub więcej wypłat gotówkowych w przypadku likwidacji kapitału spółki.

Transakcje w tych dwóch kategoriach, były wybierane na dwojakiej podstawie: rocznego zysku w wysokości 20% albo więcej oraz naszej oceny, że szansa na pozytywny wynik wynosi przynajmniej cztery piąte.

Stosowne zabezpieczenia: Zakup obligacji zamiennych albo zamiennych akcji uprzywilejowanych i równoczesna sprzedaż akcji zwykłych, na które tamte zostały wymienione. Została ustalona pozycja względnej równowagi, to znaczy pociągająca za sobą jak najmniejsze straty w przypadku, gdyby akcje wyższe rangą, uległy zamianie i transakcja została w ten sposób zamknięta. Korzystne byłoby jednak, gdyby akcje zwykłe spadły znacznie niżej niż akcje wyższe rangą, redukując swą cenę rynkową.

Aktywa obrotowe netto (czyli „okazja"): Koncepcja polega na tym, aby uzyskać tak wiele udziałów, jak to tylko możliwe, przy cenie każdego z nich mniejszej niż ich wartość księgowa, w sensie kapitału obrotowego netto, to znaczy – nie dodając wartości do konta przedsiębiorstwa, ani innych składników jego majątku. Nasze zakupy były dokonywane zazwyczaj za dwie trzecie albo mniej, takiej „ogołoconej" wartości kapitału. Przez większość lat, udawało nam się podtrzymać szeroką dywersyfikację w tej materii – przynajmniej 100 różnych akcji.

Należałoby dodać, że od czasu do czasu trafiały nam się pewne nabytki na szeroką skalę, typu kontrolnego, jednak nie są one związane z bieżącą dyskusją.

Ściśle kontrolowaliśmy rezultaty każdego rodzaju transakcji. W konsekwencji tych badań, porzuciliśmy dwie rozległe dziedziny, które, jak się okazało, nie dawały zadowalających wyników. Pierwszą z nich był zakup, pozornie atrakcyjnych papierów – w oparciu o naszą ogólną analizę – których nie można było kupić za cenę niższą niż sama wartość ich kapitału obrotowego. Druga to „oderwane", asekuranckie transakcje, w których nabyte udziały były zamieniane ze sprzedanymi akcjami zwykłymi. Takie transakcje odpowiadają w przybliżeniu tym, które zostały przeprowadzone przez nową grupę „funduszy inwestycyjnych" w obszarze działalności firm inwestycyjnych.* W obu tych przypadkach, przeprowadzone przez nas, na przestrzeni co najmniej 10 lat, badania wyników, doprowadziły do wniosku, że zyski nie były wystarczająco pewne, a transakcje niewystarczająco „bezpieczne", by usprawiedliwiało to ich dalsze prowadzenie.

Od 1939 roku, nasze operacje ograniczały się do sytuacji dotyczących samolikwidacji kapitału, zabezpieczeń łączonych, okazji związanych z udziałami kapitału obrotowego oraz transakcji typu kontrolnego. Każda z tych kategorii dawała nam całkiem zadowalające rezultaty, przy czym zabezpieczenia łączone, przynosiły dobry zysk podczas rynku niedźwiedzia, gdy nasze „niedowartościowane akcje" nie stały zbyt wysoko.

Wahamy się przed zalecaniem swej diety większej liczbie inteligentnych inwestorów. Oczywiście, stosowane przez nas profesjonalne techniki, nie są

* W tym podrozdziale, podobnie jak i na stronach 328–329, Graham podsumowuje Efektywne Hipotezy Rynkowe. W przeciwieństwie do ostatnich zjawisk, problem z dzisiejszym rynkiem giełdowym nie polega na tym, że tak wielu analityków jest idiotami, lecz raczej na tym, że wśród nich jest tak wielu bystrzaków. Kiedy coraz więcej inteligentnych ludzi penetruje rynek w poszukiwaniu okazji, samo to sprawia, że okazje trafiają się rzadziej. Okrutny paradoks sprawia, że analitycy wydają się rezygnować ze swej przenikliwości, by usprawiedliwić szukanie. Rynkowa wycena danej akcji jest skutkiem rozległej, nieprzerwanej i czasochłonnej operacji, wykonanej przez zbiorową inteligencję. W większości przypadków, dla większości akcji, ta zbiorowa inteligencja dokonuje mniej więcej właściwej wyceny. Jedynie w sporadycznych przypadkach „pani Giełda" Grahama (zobacz: Rozdział 8.) podaje ceny zupełnie nie z tej ziemi.

** Graham założył firmę Graham-Newman Corp. w styczniu 1936 roku, a rozwiązał ją w 1956 roku, kiedy wycofał się z aktywnej działalności w branży doradztwa finansowego. Przedsiębiorstwo było spadkobiercą spółki zwanej Benjamin Graham Joint Account, którą prowadził od stycznia 1926 roku do grudnia 1935 roku.

* „Oderwane" zabezpieczenie (*unrelated hedge*) obejmuje zakup akcji albo obligacji wypuszczonych przez spółkę oraz sprzedaż pośrednią (albo zakładanie spadku), akcji emitowanych przez inną spółkę. Zabezpieczenie „łączone" (*related hedge*), polega na zakupie i sprzedaży różnych akcji bądź obligacji tej samej spółki. „Nowa grupa" funduszy zamkniętych opisywanych przez Grahama była szeroko dostępna w okolicach 1968 roku, później jednak, przepisy American Stock Exchange ograniczyły do nich dostęp.

odpowiednie dla inwestora defensywnego, który z definicji jest amatorem. Co się tyczy inwestorów agresywnych, przypuszczalnie tylko niewielu z nich ma taki rodzaj usposobienia, jakiego potrzeba, by stanowczo ograniczyć się do skromnego wycinka świata papierów wartościowych. Większość energicznych praktyków wolałaby zapuszczać się na szerokie wody. Ich naturalnym terenem łowieckim może być cała dziedzina papierów wartościowych, które w ich mniemaniu nie byłyby wycenione zbyt wysoko wskutek ostrożnej oceny i wydawały się atrakcyjne, z powodu ich perspektyw czy przeszłych notowań, bardziej niż przeciętne akcje zwykłe. Dokonując takiego wyboru, mogliby oni zastosować rozmaite sprawdziany wartości i stosowności ceny, które proponowałem inwestorom defensywnym. Powinni jednak być bardziej elastyczni, pozwalając, by spore zalety jednego czynnika równoważyły drobne defekty innego. Na przykład, nie powinni wykluczać spółki, która wykazała deficyt w roku takim jak 1970, jeżeli wysoka średnia dochodów oraz inne korzystne właściwości sprawiają, że cena jej akcji jest atrakcyjna. Inwestor aktywny może poprzestać w swym wyborze na branżach i spółkach, na które spogląda z optymizmem, jednak stanowczo odradzamy płacenie wysokiej ceny za akcje (w odniesieniu do dochodów i kapitału), wskutek takiego entuzjazmu. Jeśli w tym zakresie pójdzie w ślady naszej filozofii, jest bardziej prawdopodobne, że stanie się udziałowcem znaczących przedsięwzięć o charakterze cyklicznym – jak na przykład akcje przemysłu metalurgicznego – kiedy aktualna sytuacja jest niekorzystna, widoki na najbliższą przyszłość przedstawiają się kiepsko, a niska cena w pełni odzwierciedla pesymistyczne nastroje.*

Spółki drugorzędne

Następne w kolejce, do sprawdzenia i ewentualnej selekcji, są spółki drugorzędne, które osiągają dobre wyniki, mają zadowalające notowania z przeszłości, jednak publiczność nie wydaje się nimi oczarowana. Mogą to być przedsiębiorstwa takiego typu, jak ELTRA i Emhart ze swoim kursem zamknięcia notowanym w 1970 roku (zobacz Rozdział 13.). Istnieją różne sposoby namierzania takich firm. Spróbujemy zastosować tu nowatorskie podejście i rozważnie, szczegółowo, pokażemy przebieg jednej z takich selekcji. Cel tego jest dwojaki. Wielu czytelników może znaleźć znaczącą wartość

* W 2003 roku, inteligentny inwestor, podążający za sposobem myślenia Grahama, mógłby szukać sposobności w branży technicznej, telekomunikacyjnej i elektrycznej. Historia dowodzi, że ten, kto wczoraj był przegrany, jutro może stać się zwycięzcą.

praktyczną w metodzie, jaką zamierzamy tu omówić lub wpaść na pomysł innych rozwiązań, wartych wypróbowania. Co więcej, to, co zrobimy, może pomóc zmierzyć się z realiami giełdy i wprowadzi w tajniki jednej z najbardziej fascynujących i wartościowych lektur obowiązkowych. Jest to *Stock Guide (Przewodnik Giełdowy)*, wydawany co miesiąc przez Standard & Poor's i dostępny dla ogółu czytelników w rocznej prenumeracie. Także wiele firm brokerskich rozprowadza ten przewodnik wśród swoich klientów, jeśli zgłoszą takie zapotrzebowanie.

Ogromną część, bo około 230 stron *Stock Guide*, zajmują informacje statystyczne na temat akcji ponad 4,5 tysiąca przedsiębiorstw. Zawierają one wszystkie emisje notowane na różnych giełdach – w przybliżeniu trzy tysiące oraz około 1500 nie notowanych emisji. Kompendium to, mieści większość szczegółów, potrzebnych w pierwszym, a nawet drugim, spojrzeniu na daną spółkę (z naszego punktu widzenia brak tam takich danych, jak wartość kapitału netto, czy wartość księgowa w przeliczeniu na akcję, które jednak są dostępne w obszerniejszych opracowaniach Standard & Poor's lub gdzie indziej).

Inwestor, który lubi zabawiać się gospodarczymi kalkulacjami, będzie zadowolony z *Stock Guide*. Otwierając go na którejkolwiek stronie, ma przed oczyma panoramę świetności i niedoli rynku giełdowego, ze wszystkimi wysokimi i niskimi kursami aż od 1936 roku. Znajdzie tam spółki, które zwielokrotniały ceny swych udziałów po dwa tysiące razy, od mikroskopijnie niskich do majestatycznie wysokich. W przypadku znakomitego IBM, wartość ta zwiększyła się „tylko" 333 razy. Czytelnik natrafi tam również, i to wcale nie rzadko, na firmy, których notowania akcji wzrosły z $^3/_8$ do 68, a potem znów spadły do trzech.[2] W dziale rejestrów dywidend znajdzie też takie, które sięgają 1791 roku – płacone przez National Bank of Rhode Island (który ostatnio uznał za stosowne zmienić swą historyczną nazwę).* Śledząc w *Stock Guide* dane z 1969 roku, dowie się, że Penn Central Co. (będący następcą Pennsylvania Railroad), regularnie wypłacał dywidendy od 1848 roku. Niestety, kilka miesięcy później, los nie uchronił go przed bankructwem. Napotka tam spółki, sprzedające swe udziały po kursie przekraczającym jedynie dwukrotnie ich zadeklarowane dochody, a także inne, u których wskaźnik ten wynosił 99.[3] W większości przypadków, trudno będzie mu określić politykę gospodarczą na podstawie nazwy firmy, bo na jedną spółkę U.S. Steel, przypadają trzy inne o takiej nazwie, podobnie jak w przypad-

* Następcą Industrial National Bank of Rhode Island jest FleetBoston Financial Corp. Jeden z jego poprzedników, Providence Bank, został założony w 1791 roku.

ku ITI Corp. (artykuły piekarnicze) albo Santa Fe Industries (spółka kolejowa). Czytelnik może zaobserwować nadzwyczajną różnorodność historii cen, dywidend i dochodów, sytuacji finansowych, przebiegu sprzedaży udziałów itd. Czegóż tam nie ma! Przedsiębiorstwa o konserwatywnych, wręcz wstecznych skłonnościach, pozbawione wyrazu „bezpłciowe" spółki, najdziwaczniejsze połączenia „naczelnych firm", wszelkiego rodzaju pomysły i wymysły z Wall Street – czekają, by im się przyjrzeć lub przestudiować je w konkretnym celu.

Stock Guide zawierają osobne działy poświęcone bieżącym dywidendom oraz wskaźnikom cena/zysk, oparte na danych z ostatnich 12 miesięcy. Mogą one być bardzo przydatne. To jest ostatni punkt, który kieruje naszymi poczynaniami w dziedzinie wyboru akcji.

Przesiewanie *Stock Guide*

Przypuśćmy, że szukamy zwykłej, oczywistej wskazówki świadczącej o tym, że akcje są tanie. Pierwszą oznaką, jaka przychodzi na myśl, jest niska cena w stosunku do ostatnich zysków. Sporządźmy wstępną listę papierów wartościowych, przy których powyższa relacja wynosiła dziewięć albo mniej, pod koniec roku 1970. Informację tę można bez trudu znaleźć w ostatniej rubryce, na stronach parzystych. Aby dokonać obrazowej próby, wybierzmy pierwsze 20 takich akcji o niskim wskaźniku c/e – stosunku cena/zysk. Zaczynają się od szóstej odnotowanej emisji, od spółki Aberdeen Mfg. Co., która zakończyła rok ze współczynnikiem $10^1/_4$, albo dziewięciokrotnej wartości zadeklarowanych dochodów o wysokości 1,25 dolara na akcję, w ciągu 12 miesięcy, poprzedzających wrzesień 1970 roku. Dwudziestym z kolei takim przedsiębiorstwem jest American Maize Products, które zakończyło rok ze wskaźnikiem $9^1/_2$, czyli wielokrotność wyniosła 9.

Grupa ta, mieszcząca 10 spółek o wskaźniku EPS wynoszącym 10 dolarów przypadających na jedną akcję, mogłaby wydawać się przeciętna. Nie jest to tak naprawdę istotne, jednak przypuszczalnie, choć niekoniecznie, mogłoby przestrzec inwestora defensywnego przed taką listą. Z punktu widzenia inwestora aktywnego, gdyby rozważyć wszystkie aspekty, wnioski okazują się korzystne.* Przed przystąpieniem do kolejnych badań, skalkulujmy parę liczb. Nasza lista odpowiada około jednej dziesiątej pierwszych 200 obserwowanych spółek. Na tej podstawie *Stock Guide* powinien dostarczyć, przypuśćmy, około 450 spółek sprzedających swe udziały przy wskaźniku cena/zysk nie przekraczającym 10. Powinno to dać znaczną ilość kandydatów do przyszłej selekcji.

Zastosujmy więc wobec naszej listy kilka dodatkowych kryteriów, podobnych raczej do tych, jakie zalecaliśmy inwestorowi defensywnemu, ale nie tak surowych. Proponujemy, co następuje:

1. Kondycja finansowa: wartość aktywów bieżących przynajmniej $1^1/_2$ wyższa od zobowiązań krótkoterminowych i zadłużenie nie większe, jak 110% wartości kapitału obrotowego netto (dla spółek przemysłowych).
2. Stabilność dochodów: brak deficytu w ciągu ostatnich pięciu lat ujętych w *Stock Guide*.
3. Rejestr dywidend: bieżąca spłata dywidend.
4. Wzrost dochodów: zyski z ostatniego roku większe niż te z roku 1966.
5. Cena: mniejsza niż 120% kapitału rzeczywistego netto.

Tabele zysków zawarte w *Stock Guide* zwykle zamykają się na danych z 30 września 1970 roku, dlatego też nie zawierają informacji o zyskach wypracowanych w ostatnim kwartale, który mógłby okazać się niekorzystnym kwartałem zamykającym ten rok. Inteligentny inwestor nie może jednak żądać gwiazdki z nieba – przynajmniej nie od razu. Czytelnik zauważy również, że nie wyznaczamy dolnej granicy dla rozmiaru przedsiębiorstwa. Małe spółki mogą dać dostatecznie dużo pewności, jeżeli ich akcje kupowane są z rozwagą i zbiorowo.

Kiedy zastosujemy te dodatkowe pięć kryteriów, nasza lista 20 kandydatów zmniejszy się do pięciu. Kontynuujmy teraz nasze poszukiwania, dopóki dopóki spośród pierwszych 450 spółek zawartych w *Stock Guide* nie wyłonimy małego „portfela" 15 akcji, spełniających nasze sześć wymogów (spółki zebrane są w Tabeli 15.1. wraz ze stosownymi danymi). Grupę tę prezentujemy oczywiście tylko dla przykładu, i nie musi ona być w takim kształcie wybierana przez dociekliwego inwestora.

Faktem jest, że osoba korzystająca z naszej metody, mogłaby mieć znacznie szerszy wybór. Gdyby nasze podejście, polegające na oddzielaniu ziarna od plew, zastosować do wszystkich 4500 spółek zawartych w *Stock Guide*,

* Dla dzisiejszego inwestora, bardziej prawdopodobny limit wynosi około jednego dolara na akcję – jest to poziom, poniżej którego wiele akcji ulega „skreśleniu" albo zostają uznane za niekwalifikujące się do sprzedaży na wielkich giełdach. Samo monitorowanie cen akcji tych spółek, może pochłonąć sporo wysiłku, sprawiając, że jest to niepraktyczne dla inwestora defensywnego. Koszt sprzedaży akcji o niskich cenach może być zatem bardzo wysoki. Ostatecznie, spółki o bardzo niskiej cenie akcji, mają niepokojącą tendencję do wypadania z obiegu. Tym niemniej, zróżnicowany portfel, zawierający akcje dziesiątek takich niepokojących spółek, może dziś wciąż przyciągać niektórych inwestorów aktywnych.

i gdyby współczynnik dla pierwszych 10 okazał się korzystny, moglibyśmy ostatecznie wybrać około 150 firm, spełniających wszystkie sześć kryteriów wyboru. Inwestor aktywny, byłby wówczas w stanie wykorzystać swoją ocenę sytuacji – albo swe upodobania i uprzedzenia – dokonując trzeciej selekcji, przypuśćmy, jednej piątej tego obszernego spisu.

Materiał *Stock Guide* zawiera Ranking Zysków i Dywidend, który opiera się na stabilności i wzroście tych czynników na przestrzeni ostatnich ośmiu lat (dlatego atrakcyjność *ceny* nie wchodzi tu w rachubę). W Tabeli 15.1. zamieszczamy ranking sporządzony przez Standard & Poor's. 10 z 15 spółek jest zaklasyfikowanych jako B+, czyli średnie, zaś jedna (American Maize), otrzymała „wysokie" notowanie A. Gdyby inwestor aktywny zechciał dodać siódme kryterium swego wyboru, biorąc pod uwagę tylko spółki podlegające ocenie Standard & Poor's jako przeciętne albo lepsze w swej wartości, może mieć dodatkowo około 100 takich firm do wyboru. Można by powiedzieć, że grupa spółek o przynajmniej średniej wartości, spełniająca również kryteria kondycji finansowej, o akcjach nabywanych przy niskim współczynniku bieżących zysków i poniżej wartości kapitału, powinna rokować zadowalające rezultaty inwestycyjne.

Tabela 15.1. Przykładowy portfel akcji spółek przemysłowych o niskim współczynniku (Pierwsza piętnastka spółek zamieszczonych w *Stock Guide* 31 grudnia 1971 roku, spełniających sześć kryteriów).

	Cena w grudniu 1970	Zysk na akcję w ciągu ostatnich 12 miesięcy (w dol.)	Wartość księgowa (w dol.)	Ranking S&P	Cena w lutym 1972
Aberdeen Mfg.	10¼	1,25	9,33	B	13¾
Alba-Waldensian	6⅜	0,68	9,06	B+	6⅜
Albert's Inc.	8½	1,00	8,48	n.n.[a]	14
Allied Mills	24½	2,68	24,38	B+	18¼
Am. Maize Prod.	9¼	1,03	10,68	A	16½
Am. Rubber & Plastics	13¼	1,58	15,06	B	15
Am. Smelt. & Ref.	27½	3,69	25,30	B+	23¼
Anaconda	21	4,19	54,28	B+	19
Anderson Clayton	37¾	4,52	65,74	B+	52½
Archer-Daniels-Mid.	32½	3,51	31,35	B+	32½
Bagdad Copper	22	2,69	18,54	n.n.	32
D.H. Baldwin	28	3,21	28,60	B+	50
Big Bear Stores	18½	2,71	20,57	B+	39½
Brinks Mfg.	15¼	1,83	14,41	B+	21½
Bluefield Supply	22¼	2,59	28,66	n.n.	39½[b]

[a] n.n. – nie notowany.
[b] Dostosowane do pomnożenia akcji.

Pojedyncze kryteria wyboru akcji zwykłych

Dociekliwy czytelnik może zapytać, czy portfel lepszy niż przeciętny, można dobrać w prostszy sposób, niż ten, który właśnie opisaliśmy. Czy zastosowanie pojedynczych, wiarygodnych kryteriów, takich jak niski współczynnik cena/zysk albo wysoki wskaźnik zysków z dywidend, bądź też wartość kapitału, może przynieść korzyść? Jak się okazało, całkiem dobre efekty w odległej przeszłości, przynosiły dwie metody tego rodzaju: zakup akcji liczących się spółek (takich jak notowane w indeksie DJIA), o niskim współczynniku i wybór zróżnicowanej grupy papierów wartościowych, sprzedawanych poniżej wartości kapitału obrotowego netto. Wspomniałem już, że stosowanie niskiego współczynnika, jako kryterium wobec akcji z DJIA pod koniec 1968 roku, nie sprawdziło się, gdyby porównać wyniki z tymi z połowy 1971 roku. Rejestr zakupu akcji zwykłych, dokonany po cenie niższej od wartości kapitału obrotowego, tak bardzo przeciw temu nie przemawia. Problem polega na zanikaniu takich okazji w ciągu ostatniej dekady.

A co z innymi kategoriami wyboru? Pisząc tę książkę przeprowadziliśmy serię „eksperymentów", każdy w oparciu o pojedyncze, całkiem oczywiste kryterium. Użyte przy tym dane można bez trudu znaleźć w *Stock Guide* Standard & Poor's. W każdym z przypadków zakładaliśmy, że portfel zawierający 30 akcji, był nabywany po cenach z końca roku 1968, a potem rewaloryzowany 30 czerwca 1971 roku. Te oddzielne kryteria, odnoszące się do, skądinąd, przypadkowych wyborów, były stosowane w sposób następujący: 1. Niski współczynnik ostatnich zysków (nie zawężający się do spółek notowanych w DJIA). 2. Wysokie zyski z dywidend. 3. Bardzo długi rejestr dywidend. 4. Bardzo duże przedsiębiorstwo, mierzone liczbą akcji pozostających w rękach inwestorów. 5. Silna pozycja finansowa. 6. Niska cena akcji w dolarach. 7. Niska cena w stosunku do ostatnio wysokiej ceny. 8. Wysoka pozycja w rankingu prowadzonym przez Standard & Poor's.

Będzie mowa o tym, że *Stock Guide* ma przynajmniej jeden z działów, odnoszących się do każdego z powyższych kryteriów. Świadczy to o przekonaniu wydawcy, że wszystkie te warunki mają istotne znaczenie w procesie analizowania i wyboru papierów wartościowych (jak wspominaliśmy już wcześniej, warto byłoby uwzględnić inne dane liczbowe, a mianowicie wartość kapitału netto przypadającą na jedną akcję).

Najważniejszy fakt, wynikający z naszych rozmaitych sprawdzianów, odnosi się do wydajności papierów wartościowych kupowanych na chybił

trafił. Przetestowaliśmy tę wydajność na przykładzie trzech portfeli, zawierających po 30 akcji, z których wszystkie są udziałami przedsiębiorstw, zajmujących według *Stock Guide*, najwyższą pozycję 31 grudnia 1968 roku, a także wyłonionych z wydania z 31 sierpnia 1971 roku. W okresie wyznaczonym przez te dwie daty, skład indeksu Standard & Poor's pozostawał praktycznie niezmieniony, zaś DJIA wykazał ubytki w granicach 5%. Jednak naszych 90 wybranych drogą losową spółek, przejawiło spadek średnio o 22%, nie licząc 19 firm, które znikły z przewodnika, prawdopodobnie wykazując większe spadki. Ten porównywalny wynik niewątpliwie odzwierciedla tendencję mniejszych emisji o niższej wartości do stosunkowo zawyżonej wyceny podczas rynku byka. W związku z powyższym, akcje te, nie tylko doznają poważniejszych spadków niż ich silniejsi konkurenci, w obliczu następującego potem obniżenia cen, ale również otrzymują swoją poprzednią pozycję z opóźnieniem – w wielu przypadkach nieokreślonym. Morał dla inteligentnego inwestora jest taki, że tworząc swój portfel, powinien on oczywiście unikać akcji drugiej jakości, o ile nie stanowią one wiarygodnych okazji dla inwestora aktywnego.

Inne wnioski, zgromadzone na podstawie naszych badań nad portfelami, można streścić w sposób następujący:

Jedynie trzy spośród poddanych badaniu grup wypadły lepiej, niż skład indeksu S&P (a w związku z tym lepiej, niż DJIA). Są to mianowicie: 1. Spółki przemysłowe, notowane najwyżej w rankingu (A+). W danym okresie awansowały o 9,5%, w porównaniu do 2,4% spadku spółek przemysłowych, notowanych w indeksie S&P i 5,6% dla spółek z indeksu DJIA (natomiast akcje przedsiębiorstw z sektora użyteczności publicznej o przyznanej w rankingu pozycji A+ spadły o 18%, podczas gdy notowane w Standard & Poor's 55 spółek z tego samego sektora, wykazało spadek o 14%). Warto wspomnieć, że firmy poddane rankingowi przez S&P, wypadły najlepiej w tym jednym teście. W każdym z przypadków, portfel złożony z wyżej zaszeregowanych akcji, osiągał lepsze rezultaty, niż oparty na takich, którym przyznano niższą pozycję. 2. Spółki posiadające ponad 50 mln akcji, znajdujących się w rękach udziałowców, w ogóle nie wykazały zmian w stosunku do niewielkiego wskaźnika spadku w innych indeksach. 3. Akcje o ostatecznie silnej pozycji, sprzedawane po wysokiej cenie (powyżej 100), wykazały nieznaczny (1%) wzrost kompleksowy.

Wśród rozmaitych testów, jeden przeprowadziliśmy w oparciu o wartość księgową, pozycję, której nie uwzględnia *Stock Guide*. Odkryliśmy tu, na przekór naszej filozofii inwestowania, że spółki, które w swej cenie rynkowej łączą ogromne rozmiary „składnika postępu" i osiągają znakomite wyniki w poddawanym badaniu dwuipółrocznym okresie (przez „składnik postępu" rozumiemy tę część ceny, nie ujmowanej w ramach wartości księgowej, która stanowi niematerialny kapitał w postaci reputacji osiągniętej przez firmę).* Naszą listę „renomowanych gigantów" tworzy 30 spółek, z których każda ma „składnik postępu" o wartości większej niż miliard dolarów, stanowiący więcej niż połowę ceny rynkowej. Pod koniec 1968 roku, ich całkowita wartość rynkowa wynosiła ponad 120 mld dolarów. Mimo tej optymistycznej wyceny, grupa ta w całości wykazała wzrost ceny akcji o 15%, w okresie od grudnia 1968 roku do sierpnia 1971 roku, i spisała się najlepiej wśród pozostałych 20 poddanych badaniu list.

Takiego faktu nie można pominąć w przygotowaniu polityki inwestowania. Jest przynajmniej oczywiste, że spory rozmach jest udziałem tych firm, które łączą w sobie zalety ogromnego rozmiaru, doskonałych zysków w przeszłości, oczekiwań co do wzrostu zysków w przyszłości oraz trwających od wielu lat poważnych zmian wartości akcji. Nawet jeśli cena może wydawać się wygórowana na tle naszych standardów ilościowych, zasadniczy rozmach rynkowy może bez trudu udzielić się takim akcjom, w mniej lub bardziej nieokreślony sposób (przypuszczenie to naturalnie nie odnosi się do wszystkich poszczególnych akcji w tej kategorii. Na przykład bezsprzeczny lider, firma IBM, zeszła z 315 dolarów do 304 dolarów w okresie 30 miesięcy). Trudno ocenić, do jakiego stopnia zmiany cen akcji wynikają z konkretnych walorów, a na ile zależą od ugruntowanej popularności. Bez wątpienia, oba te czynniki są istotne. Rzecz jasna, zarówno długotrwałe, jak i najnowsze zmiany wartości udziałów, w cieszących się dobrą renomą gigantach, mogłyby przemawiać za ich włączeniem do zróżnicowanego portfela akcyjnego. Nasze upodobania krążą jednak wokół innego typu spółek, u których widać połączenie dogodnych czynników inwestycyjnych, włącznie z wartością kapitału wynoszącą przynajmniej dwie trzecie ceny rynkowej.

Sprawdzian oparty na innych kryteriach, ogólnie dowodzi, że losowo wybrane listy, stworzone w oparciu o jakiś sprzyjający czynnik, osiągają lepsze wyniki, niż listy bazujące na odwrotnym czynniku. Oznacza to, że akcje o niskim współczynniku, miały w danym okresie mniejszy spadek, niż akcje o wysokim współczynniku oraz, że spółki od dawna płacące dywidendy straciły mniej, niż te, które nie robiły tego w końcu 1968 roku. Nasza rada

* Według Grahama, wysoka reputacja wynika z dwóch przyczyn: korporacja może wchłaniać inne spółki, nabywając je za znacznie więcej, niż wynosi wartość ich kapitału albo jej akcje mogą sprzedawać się za cenę dużo wyższą od wartości księgowej.

na tyle znajduje poparcie w postaci wyników, że wszystkie wybrane akcje spełniają ilościowe albo materialne kryteria.

Na koniec powinniśmy wypowiedzieć się na temat znacznie gorszych wyników, do jakich doszły nasze listy, gdyby zestawić je z rejestrem cen zestawu notowanego w S&P. W tym ostatnim liczy się ocena wielkości poszczególnych przedsiębiorstw, podczas gdy nasze testy polegały na wybraniu po jednej akcji każdej ze spółek. Najwyraźniej, przywiązywanie większego znaczenia do ogromnych przedsiębiorstw w metodzie stosowanej przez S&P, doprowadziło do znaczącej różnicy wyników, podkreślając jeszcze raz ich wyższą, w porównaniu do zwykłych spółek, stabilność cen.

Emisje „okazyjne" albo akcje wartości kapitału obrotowego netto

W omówionym powyżej teście, nie ujęliśmy skutków zakupu akcji 30 spółek po cenie mniejszej, niż ich wartość kapitału obrotowego netto. Stało się tak, ponieważ na koniec 1968 roku, w *Stock Guide* znalazła się jedynie garstka takich spółek. Obraz ten zmienił się jednak u schyłku 1970 roku. W ciągu tego roku, całkiem sporo akcji zwykłych, można było kupić po cenach niższych od wartości ich aktywów bieżących. Zawsze wydawało się bajecznie proste to, że jeśli ktoś może stworzyć zróżnicowaną grupę akcji zwykłych, kupując je za cenę mniejszą niż sama wartość kapitału obrotowego netto, to po odliczeniu wszystkich uprzednich obciążeń oraz uznaniu wartości środków trwałych i innych składników kapitału jako *zero*, rezultat powinien być całkiem zadowalający. Według naszego doświadczenia było tak przez ponad 30 lat – powiedzmy, w latach 1923–1957, wyjąwszy ciężki okres między rokiem 1930 a rokiem 1932.

Czy takie podejście można uznać za stosowne na początku 1971 roku? Naszą odpowiedź można uznać za twierdzącą. Szybki przegląd *Stock Guide* ujawnia jakieś 50 spółek albo więcej, które wydają się możliwe do nabycia za cenę równą lub mniejszą, od wartości kapitału obrotowego netto. Jak można było się spodziewać, bardzo wiele z nich cienko przędło w niełatwym roku 1970. Gdyby wyeliminować te, które zadeklarowały straty w ostatnim dwunastomiesięcznym okresie, pozostałaby wciąż dostatecznie liczna grupa, by stworzyć zróżnicowaną listę.

W Tabeli 15.2. zamieściliśmy parę danych na temat pięciu spółek, które w 1970 roku sprzedawały swe akcje za cenę niższą od wartości kapitału obrotowego.*

Tabela 15.2. Akcje znaczących spółek, które w 1970 roku sprzedawały akcje za cenę równą lub niższą od wartości kapitału obrotowego netto

Spółka	Cena w roku 1970	Wartość netto aktywów bieżących na akcję (w dol.)	Wartość księgowa na akcję (w dol.)	Zysk na akcję w roku 1970 (w dol.)	Bieżące dywidendy (w dol.)	Wysoka cena przed rokiem 1970
Cone Mills	13	18	39,3	1,51	1,00	41½
Jantzen Inc.	11⅛	12	16,3	1,27	0,60	37
National Presto	21½	27	31,7	6,15	1,00	45
Parker Pen	9¼	9½	16,6	1,62	0,60	31¼
West Point Pepperell	16¼	20½	39,4	1,82	1,50	64

Skłania to nieco do zastanowienia nad naturą płynności cen akcji. Jak dochodzi do tego, że spółka o dobrze ugruntowanej pozycji, której marka jest nazwą swojsko brzmiącą w całym kraju, może być wyceniana tak nisko – a w tym samym czasie inne koncerny (oczywiście o lepszym wskaźniku wzrostu zysków), sprzedają swe udziały za miliardy dolarów powyżej tego, co wykazały ich zestawienia bilansowe? Jeszcze raz powołując się na „stare czasy", idea reputacji pojmowana jako element niepomiernej wartości, była zwykle kojarzona z „nazwą handlową". Nazwa taka, jak Lady Pepperell, widniejąca na pościeli, Jantzen na kostiumach kąpielowych czy Parker na piórach, mogą stanowić cenny kapitał w postaci wielkiej jakości. Teraz jednak, kiedy „rynek nie polubi" jakiejś firmy, nie tylko ze względu na renomowaną markę, ale również kraj, z którego pochodzi, budynki, maszyneria i wszystko inne przestaje się liczyć w jego rachubach. Pascal powiedział, że „serce ma swoje powody, których rozum nie pojmuje".** Zamiast „serce" czytaj „Wall Street".

Na myśl przychodzi jeszcze inny kontrast. Kiedy przedsiębiorstwo dobrze prosperuje, a nowe akcje są chętnie kupowane, emisji towarzyszą oferty sprzedaży w ogóle nie uwzględniające ich jakości. Akcje te szybko znajdują nabywców, ich ceny wkrótce po wejściu w obieg są często entuzjastycznie podbijane do poziomu odpowiadającego kapitałowi i zyskom, co mogłoby zawstydzić takie firmy jak IBM, Xerox czy Polaroid. Wall Street boryka

* Z technicznego punktu widzenia, wartość kapitału obrotowego akcji, to wartość aktywów bieżących, przypadających na akcję minus stan zobowiązań krótkoterminowych przypadających na akcję, podzielone przez ilość akcji pozostających w rękach udziałowców. Tutaj jednak Graham ma na myśli *„wartość kapitału obrotowego netto"*, czyli przypadającą na akcję wartość aktywów bieżących minus *całość* zadłużenia.

** *Le coeur a ses raisons que la raison ne connaît point.* Ten poetycki fragment jest jednym z rozstrzygających argumentów w dyspucie wielkiego francuskiego teologa, która stała się znana jako „Zakład Pascala" (zobacz: Komentarz do Rozdziału 20.).

się z tym szaleństwem, bez widocznych wysiłków z niczyjej strony, mających na celu jego powstrzymanie, zanim ceny nieuchronnie zaczną spadać (SEC może zrobić niewiele więcej, jak domagać się ujawnienia informacji, które nie mogą już mniej obchodzić całej społeczności spekulujących inwestorów. Może też wszcząć śledztwo, którego wynikiem będą zazwyczaj różnego rodzaju łagodne konsekwencje karne, jeśli litera prawa została jawnie naruszona). Kiedy wiele tych miniaturowych, choć ogromnie „nadętych" przedsiębiorstw znika ze sceny, jest to traktowane dość filozoficznie jako „element gry". Każdy przysięga: nigdy więcej takich niewybaczalnych wybryków... aż do kolejnego razu.

Dzięki za przestrogę – powie miły czytelnik. Ale co w takim razie z „okazjami"? Czy naprawdę można na nich zarobić, nie podejmując wielkiego ryzyka? Tak, oczywiście, *jeżeli* potrafisz zebrać ich na tyle dużo, by stworzyć zróżnicowaną grupę, i *jeżeli* nie stracisz cierpliwości, kiedy akcje przestaną rosnąć w siłę zaraz po tym, jak je kupisz. Czasem może się zdawać, że konieczne jest mnóstwo cierpliwości. W poprzednim wydaniu pozwoliliśmy sobie przytoczyć pewien przykład (str. 188), który był aktualny, kiedy z niego korzystaliśmy. Chodzi o spółkę Burton-Dixie Corp., która sprzedawała swe udziały po 20 dolarów, podczas gdy wartość kapitału obrotowego przypadająca na akcję wynosiła 30 dolarów, zaś wartość księgowa około 50. Zyski z tych akcji nie były natychmiastowe, jednak w sierpniu 1967 roku, wszystkim akcjonariuszom oferowano $53^3/_4$ dolara za każdą z akcji, czyli blisko ich wartości księgowej. Cierpliwy nabywca, który w marcu 1964 roku kupił akcje po 20 dolarów, w ciągu trzech i pół roku osiągnął zysk w wysokości 165%, a roczny dochód wynosił 47%. Według naszego doświadczenia, większość akcji, stanowiących „okazje", nie potrzebowała tak wiele czasu, by przynieść dobry zysk, ale także nie wykazała tak wielkiego wzrostu. Nieco podobną sytuację, aktualną do czasu powstawania książki, opisaliśmy w swym rozważaniu na temat National Presto Industries, na str. 160.

Sytuacje nietypowe albo „ćwiczenia praktyczne"

Przyjrzyjmy się pokrótce tej dziedzinie, gdyż teoretycznie jest ona uwzględniana w programie działań przedsiębiorczego inwestora. Została skomentowana powyżej. W tym miejscu przedstawimy kilka klasycznych przykładów oraz kilka późniejszych spostrzeżeń, dotyczących tego, co wydaje się godne polecenia błyskotliwemu i uważnemu inwestorowi.

Oto trzy, wybrane wśród innych, sytuacje, jakie miały miejsce na początku 1971 roku:

Sytuacja 1. Nabycie spółki Kayser-Roth przez Borden. W styczniu 1971 roku, firma Borden Inc. przedstawiła plan przejęcia kontroli nad Kayser-Roth (producentem wyrobów tekstylnych), dając $1^1/_3$ udziału w swym własnym kapitale w zamian za jedną akcję Kayser-Roth. Następnego dnia, po wielu transakcjach, Borden zamknął sesję z ceną 26 dolarów, a Kayser-Roth 28 dolarów za akcję. Jeśli jakiś „gracz" nabył 300 akcji Borden, a sprzedał 400 akcji Kayser-Roth, po takich cenach i gdyby później doszło do wymiany na ogłoszonych zasadach, zyskałby około 24% na cenie swoich akcji, mniejszych prowizjach i paru innych rzeczach. Zakładając, że do wymiany doszłoby w ciągu sześciu miesięcy, jego ostateczny zysk mógłby wynieść około 40% w stosunku rocznym.

Sytuacja 2. W listopadzie 1970 roku, spółka National Biscuit Co. zaproponowała przejęcie kontroli nad Aurora Plastics Co., płacąc za akcję po 11 dolarów w gotówce. Akcje te były sprzedawane za około $8^1/_2$ dolara, a zamknęły miesiąc z ceną 9 dolarów, pozostając przy niej do końca roku. Wykazany tutaj całkowity zysk wynosił początkowo około 25%, pozostając w zależności od ryzyka niedopełnienia transakcji oraz od czynnika czasu.

Sytuacja 3. Spółka Universal-Marion Co., która zakończyła działalność rynkową, zwróciła się do swoich udziałowców o zatwierdzenie rozwiązania firmy. Skarbnik oświadczył, że wartość księgowa akcji zwykłych wynosi około $28^1/_2$ dolara za jedną, z czego znaczna część znajdowała się w formie płynnej. Akcje te zamknęły rok 1970 z ceną $21^1/_2$ dolara, wykazując ponad trzydziestoprocentowy możliwy zysk całkowity, skoro wartość księgowa została spieniężona w trakcie likwidacji.

Jeżeli operacje tego rodzaju, przeprowadzane na różnorakich zasadach, które zwiększały ryzyko, miały za zadanie dostarczyć roczny zysk w wysokości, powiedzmy 20% albo więcej, niewątpliwie mogły być warte więcej. Ponieważ nie jest to książka dotycząca „sytuacji specjalnych", nie będziemy zagłębiali się w szczegóły biznesu – gdyż jest to naprawdę biznes. Pozwolimy sobie zwrócić uwagę na dwa sprzeczne procesy, zachodzące w ciągu ostatnich lat. Z jednej strony liczba transakcji, wśród których można wybierać, niezwykle się rozrosła, w porównaniu do stanu sprzed, powiedzmy, 10 lat. Jest to następstwo czegoś, co można by nazwać manią przedsiębiorstw do różnicowania swojej działalności, przez różnego rodzaju nabytki. W 1970 roku, liczba „zapowiedzi fuzji" wynosiła około pięciu tysięcy, czyli była mniejsza w porównaniu do ponad sześciu tysięcy w roku 1969. Wartość

się z tym szaleństwem, bez widocznych wysiłków z niczyjej strony, mających na celu jego powstrzymanie, zanim ceny nieuchronnie zaczną spadać (SEC może zrobić niewiele więcej, jak domagać się ujawnienia informacji, które nie mogą już mniej obchodzić całej społeczności spekulujących inwestorów. Może też wszcząć śledztwo, którego wynikiem będą zazwyczaj różnego rodzaju łagodne konsekwencje karne, jeśli litera prawa została jawnie naruszona). Kiedy wiele tych miniaturowych, choć ogromnie „nadętych" przedsiębiorstw znika ze sceny, jest to traktowane dość filozoficznie jako „element gry". Każdy przysięga: nigdy więcej takich niewybaczalnych wybryków... aż do kolejnego razu.

Dzięki za przestrogę – powie miły czytelnik. Ale co w takim razie z „okazjami"? Czy naprawdę można na nich zarobić, nie podejmując wielkiego ryzyka? Tak, oczywiście, *jeżeli* potrafisz zebrać ich na tyle dużo, by stworzyć zróżnicowaną grupę, i *jeżeli* nie stracisz cierpliwości, kiedy akcje przestaną rosnąć w siłę zaraz po tym, jak je kupisz. Czasem może się zdawać, że konieczne jest mnóstwo cierpliwości. W poprzednim wydaniu pozwoliliśmy sobie przytoczyć pewien przykład (str. 188), który był aktualny, kiedy z niego korzystaliśmy. Chodzi o spółkę Burton-Dixie Corp., która sprzedawała swe udziały po 20 dolarów, podczas gdy wartość kapitału obrotowego przypadająca na akcję wynosiła 30 dolarów, zaś wartość księgowa około 50. Zyski z tych akcji nie były natychmiastowe, jednak w sierpniu 1967 roku, wszystkim akcjonariuszom oferowano $53^3/_4$ dolara za każdą z akcji, czyli blisko ich wartości księgowej. Cierpliwy nabywca, który w marcu 1964 roku kupił akcje po 20 dolarów, w ciągu trzech i pół roku osiągnął zysk w wysokości 165%, a roczny dochód wynosił 47%. Według naszego doświadczenia, większość akcji, stanowiących „okazje", nie potrzebowała tak wiele czasu, by przynieść dobry zysk, ale także nie wykazała tak wielkiego wzrostu. Nieco podobną sytuację, aktualną do czasu powstawania książki, opisaliśmy w swym rozważaniu na temat National Presto Industries, na str. 160.

Sytuacje nietypowe albo „ćwiczenia praktyczne"

Przyjrzyjmy się pokrótce tej dziedzinie, gdyż teoretycznie jest ona uwzględniana w programie działań przedsiębiorczego inwestora. Została skomentowana powyżej. W tym miejscu przedstawimy kilka klasycznych przykładów oraz kilka późniejszych spostrzeżeń, dotyczących tego, co wydaje się godne polecenia błyskotliwemu i uważnemu inwestorowi.

Oto trzy, wybrane wśród innych, sytuacje, jakie miały miejsce na początku 1971 roku:

SYTUACJA 1. Nabycie spółki Kayser-Roth przez Borden. W styczniu 1971 roku, firma Borden Inc. przedstawiła plan przejęcia kontroli nad Kayser-Roth (producentem wyrobów tekstylnych), dając $1^1/_3$ udziału w swym własnym kapitale w zamian za jedną akcję Kayser-Roth. Następnego dnia, po wielu transakcjach, Borden zamknął sesję z ceną 26 dolarów, a Kayser-Roth 28 dolarów za akcję. Jeśli jakiś „gracz" nabył 300 akcji Borden, a sprzedał 400 akcji Kayser-Roth, po takich cenach i gdyby później doszło do wymiany na ogłoszonych zasadach, zyskałby około 24% na cenie swoich akcji, mniejszych prowizjach i paru innych rzeczach. Zakładając, że do wymiany doszłoby w ciągu sześciu miesięcy, jego ostateczny zysk mógłby wynieść około 40% w stosunku rocznym.

SYTUACJA 2. W listopadzie 1970 roku, spółka National Biscuit Co. zaproponowała przejęcie kontroli nad Aurora Plastics Co., płacąc za akcję po 11 dolarów w gotówce. Akcje te były sprzedawane za około $8^1/_2$ dolara, a zamknęły miesiąc z ceną 9 dolarów, pozostając przy niej do końca roku. Wykazany tutaj całkowity zysk wynosił początkowo około 25%, pozostając w zależności od ryzyka niedopełnienia transakcji oraz od czynnika czasu.

SYTUACJA 3. Spółka Universal-Marion Co., która zakończyła działalność rynkową, zwróciła się do swoich udziałowców o zatwierdzenie rozwiązania firmy. Skarbnik oświadczył, że wartość księgowa akcji zwykłych wynosi około $28^1/_2$ dolara za jedną, z czego znaczna część znajdowała się w formie płynnej. Akcje te zamknęły rok 1970 z ceną $21^1/_2$ dolara, wykazując ponad trzydziestoprocentowy możliwy zysk całkowity, skoro wartość księgowa została spieniężona w trakcie likwidacji.

Jeżeli operacje tego rodzaju, przeprowadzane na różnorakich zasadach, które zwiększały ryzyko, miały za zadanie dostarczyć roczny zysk w wysokości, powiedzmy 20% albo więcej, niewątpliwie mogły być warte więcej. Ponieważ nie jest to książka dotycząca „sytuacji specjalnych", nie będziemy zagłębiali się w szczegóły biznesu – gdyż jest to naprawdę biznes. Pozwolimy sobie zwrócić uwagę na dwa sprzeczne procesy, zachodzące w ciągu ostatnich lat. Z jednej strony liczba transakcji, wśród których można wybierać, niezwykle się rozrosła, w porównaniu do stanu sprzed, powiedzmy, 10 lat. Jest to następstwo czegoś, co można by nazwać manią przedsiębiorstw do różnicowania swojej działalności, przez różnego rodzaju nabytki. W 1970 roku, liczba „zapowiedzi fuzji" wynosiła około pięciu tysięcy, czyli była mniejsza w porównaniu do ponad sześciu tysięcy w roku 1969. Wartość

wszystkich pieniędzy zaangażowanych w te interesy sięga wielu wielu miliardów. Być może, tylko niewielki ułamek w postaci 5 tys. mógł stanowić jednoznaczną okazję dla inwestora specjalizującego się w wyjątkowych sytuacjach. Ułamek ten jest jednak wciąż na tyle duży, że inwestor musi sporo czasu poświęcić na poszukiwanie, badanie i wybieranie.

Druga strona medalu jest taka, że rosnący odsetek zapowiedzianych fuzji nie dochodzi do skutku. Oczywiście, w takich przypadkach nie ma mowy o zamierzonym zysku, jego miejsce może zająć, mniej lub bardziej poważna, strata. Powodów takiego niepowodzenia jest wiele, włącznie z sankcjami antymonopolowymi, sprzeciwem akcjonariuszy, zmianami „sytuacji rynkowej", niekorzystnymi wnioskami z późniejszych badań oraz sprzecznościami na tle szczegółów. Cała sztuka polega na tym, by zyskać osąd poparty doświadczeniem i wybrać transakcje o największym prawdopodobieństwie powodzenia oraz takie, które grożą najmniejszą stratą w razie niepowodzenia.*

Dalsze komentarze do powyższych przykładów

Kayser-Roth. Kiedy pisaliśmy ten rozdział, kierownictwo spółki odrzuciło już (styczeń 1971), propozycję firmy Borden. Gdyby transakcji tej natychmiast nie „ukręcono łba", całkowite straty, włącznie z prowizjami, mogłyby wynieść około 12% wartości akcji Kayser-Roth.

Aurora plastic. Z powodu złych wyników, jakie osiągnęła ta spółka w 1970 roku, warunki przejęcia były negocjowane powtórnie, a cenę obniżono do $10^1/_2$ dolara za akcję. Udziały zostały spłacone do końca maja. Roczna stopa wzrostu wyniosła około 25%.

Universal-marion. Spółka natychmiast przystąpiła do rozdzielania gotówki oraz akcji w cenie po 7 dolarów, redukując inwestycję do $14^1/_2$ dolara. W następstwie tego, cena rynkowa akcji spadła jednak do 13, zrodziło to wątpliwości co do wysokich zysków z tej likwidacji.

Zakładając, że trzy podane sytuacje to dosyć typowe przykłady dla „praktycznych ćwiczeń albo arbitrażu" wszystkich sposobności, nadarzających się w 1971 roku, jest oczywiste, że nie są one atrakcyjne, gdyby wybrać je drogą przypadku. Bardziej niż kiedykolwiek okazały się polem popisu dla profesjonalistów o niezbędnym doświadczeniu i rozsądku.

Przykład spółki Kayser-Roth ma pewien ciekawy aspekt uboczny. Pod koniec 1971 roku, cena akcji spadła poniżej 20 dolarów, podczas gdy Borden

* Jak była mowa w Komentarzu do Rozdziału 7., analizowanie fuzji jest zajęciem całkowicie nieodpowiednim dla inwestorów indywidualnych.

sprzedawał swoje po 25 dolarów, odpowiednio do wartych 33 dolary akcji Kayser-Roth, czyli zgodnie z warunkami oferty zamiany. Mogłoby się wydawać, że dyrektorzy popełnili wielki błąd, marnując taką okazję albo akcje Kayser-Roth zostały tak fatalnie nisko wycenione. Sprawa do zbadania przez analityka giełdowego.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 15

Łatwo jest żyć w świecie według reguł świata, łatwo jest żyć w odosobnieniu w zgodzie z samym sobą, ale wielkim człowiekiem jest ten, kto w samym środku tłumu potrafi cieszyć się niezależnością odosobnienia.

Ralph Waldo Emerson

Praktyka, praktyka, praktyka

Max Heine, założyciel Mutual Series Fund zwykł mawiać, że „do Jerozolimy prowadzi wiele dróg". Ów genialny znawca giełdy, miał na myśli to, że jego własna, skupiona na wartości, metoda wyboru papierów wartościowych, nie jest jedynym sposobem na bycie skutecznym inwestorem. W rozdziale tym przyjrzymy się kilku technikom, które dziś niektóre z osób obracających pieniędzmi, wykorzystują przy wyszukiwaniu akcji.

Najpierw jednak, warto powtórzyć, że dla większości inwestorów, selekcja pojedynczych akcji jest niekonieczna, a nawet niewskazana. Fakt, że profesjonaliści przeważnie źle radzą sobie z doborem akcji, nie oznacza, że amatorzy zrobią to lepiej. Większość ludzi, którzy próbują wybierać akcje, przekonuje się, że nie są tak dobrzy, jak im się wydawało. Ci, którzy mają najwięcej szczęścia, dochodzą do tego wniosku odpowiednio wcześnie; tym, którzy mają go mniej, na to odkrycie potrzeba lat. W sztuce dobierania akcji może wyróżnić się mały odsetek inwestorów. Pozostali najchętniej zwaliliby to na innych, korzystając z pomocy funduszu inwestycyjnego.

Graham radził inwestorom, aby najpierw ćwiczyli tak, jak najwięksi nawet sportowcy albo muzycy ćwiczą i odbywają próby przed każdym występem. Sugerował, aby zacząć od poświęcenia roku na śledzenie i wybieranie papierów wartościowych (jednak bez udziału prawdziwych pieniędzy).* W czasach Grahama można by ćwiczyć przy użyciu rejestru hipotetycznych transakcji kupna i sprzedaży, prowadzonego w zwykłym brulionie. Dzisiaj można skorzystać z „tropiciela portfeli", dostępnego na takich stronach, jak www.morningstar.com, http://finance.yahoo.com, http://money.cnn.com/services/portfolio albo www.marketocracy.com (na ostatniej należy pominąć agresywną reklamę ich funduszy oraz innych usług).

* Patricia Dreyfus, *Investment Analysis In Two Easy Lessons* (wywiad z Grahamem), *Money*, lipiec 1976, s. 36

Testując swe techniki, przed zaangażowaniem ich w obrót prawdziwymi pieniędzmi, możesz popełniać błędy bez narażenia na rzeczywiste straty, rozwijać dyscyplinę, prowadzącą do unikania zbyt częstych transakcji, porównać swoje metody do tych stosowanych przez czołowych inwestorów i przekonać się, co jest dla ciebie najlepsze. I, najważniejsze, śledzenie zysków, jakie przynoszą wybrane przez ciebie akcje przypomni ci, że niektóre twoje ruchy mogą być chybione. To zmusi cię, byś uczył się zarówno od zwycięzców, jak i od przegranych. Po upływie roku oceń swoje wyniki w zestawieniu z tym, co osiągnąłbyś, inwestując wszystkie swe pieniądze w zasoby indeksu S&P 500. Jeżeli nie jesteś zadowolony z eksperymentu albo twoje zbiory sa kiepskie, nic złego się nie stało – selekcjonowanie pojedynczych akcji nie jest zadaniem dla ciebie. Wybierz sobie jakiś fundusz inwestycyjny i przestać marnować czas na wybieranie akcji.

Jeśli eksperyment cię usatysfakcjonował i uzyskałeś dostatecznie dobry dochód, zacznij stopniowo kompletować kosz akcji – ogranicz go jednak do maksymalnie 10% całości swojego portfela (a resztę ulokuj w funduszu inwestycyjnym). I pamiętaj, że zawsze możesz przestać, jeśli już cię to nie interesuje albo kiedy twoje zyski pogorszą się.

Zaglądaj pod odpowiednie kamienie

Jak zatem należy prowadzić poszukiwania akcji, które mogą przynieść zyski? Możesz skorzystać z takich stron internetowych, jak http://finance.yahoo.com i www.morningstar.com, aby poddać akcję statystycznemu filtrowaniu, proponowanemu w Rozdziale 14. Możesz także zastosować, wymagające więcej cierpliwości, mistrzowskie podejście. W przeciwieństwie do większości ludzi, wielu najlepszych zawodowych inwestorów interesuje się daną spółką wówczas, gdy ceny jej akcji spadają, a nie rosną. Christopher Browne z Tweedy Browne Global Value Fund, William Nygren z Oakmark Fund, Robert Rodriguez z FPA Capital Fund i Robert Torray z Torray Fund, sugerują studiowanie codziennej listy najnowszych spadków z ostatnich 52 tygodni, zamieszczonej w *Wall Street Journal* albo podobnej tabeli w dziale *Market Week* magazynu *Barron's*. Ukierunkuje cię to w stronę akcji lub branż, które są niemodne albo nie lubiane, i z tego względu oferują prawdopodobieństwo wysokich zysków, kiedy tylko zmieni się sposób ich postrzegania.

Od EPS do ROIC

Dochód netto albo zysk przypadający na akcję, zostały ostatnimi laty zniekształcone przez takie czynniki, jak opcje akcyjne oraz zaksięgowane zyski i obciążenia. Aby zobaczyć, ile spółka naprawdę zarabia na kapitale ulokowanym w swej działalności, oprócz EPS, zapoznaj się z ROIC, czyli zyskami przypadającymi do zainwestowanego kapitału. Christopher Davis z Davis Funds proponuje następującą formułę.

ROIC = Dochody Właściciela ÷ Zainwestowany Kapitał

Gdzie Dochody Właściciela oznaczają:
Zysk operacyjny
plus dewaluacja
plus amortyzacja wartości firmy
minus federalny podatek dochodowy (płacony od średniej stawki)
minus koszt opcji akcyjnych
minus inwestycje na „utrzymanie" (albo konieczne)
minus jakiekolwiek dochody pochodzące z niewyrównanych dochodów z funduszy emerytalnych (jak np. wskaźnik za rok 2003, nieco wyższy niż 6,5%).

i gdzie Zainwestowany Kapitał oznacza:
wszystkie aktywa
minus gotówka (jak również krótkoterminowe inwestycje oraz nie obciążające kapitału inwestycyjnego zobowiązania krótkoterminowe)
plus obciążenia księgowe z przeszłości, które zredukowały zainwestowany kapitał.

ROIC ma tę zaletę, że pokazuje, mimo wszystko, uzasadnione wydatki, dochody spółki z jej bieżących transakcji oraz jak wydajnie korzysta ona z pieniędzy akcjonariuszy w celu uzyskania tych dochodów. ROIC jest przynajmniej w 10% efektowny i nawet w 6% albo 7% może być kuszący, jeśli spółka ma dobrą markę, jest zarządzana w sposób elastyczny albo chwilowo jest pod kreską.

Christopher Davis z Davis Funds i William Miller z Legg Mason Value Trust, wolą widzieć wzrastające zyski z zainwestowanego kapitału albo posłużyć się metodą ROIC, aby zmierzyć, na ile skutecznie spółka tworzy to, co Warren Buffet określił jako „dochody właściciela".

Sprawdzając „podobieństwa" albo ceny, za które podobne firmy zostały kupione na przestrzeni lat, menedżerowie z takich firm jak Nygren z Oakmark i O. Mason Hawkins z Longleaf Partners*, zyskują lepsze rozeznanie na temat tego, ile warte są części spółki. Dla indywidualnego inwestora jest to żmudna i niełatwa praca. Zacznij od przeglądania adnotacji „elementy spółki" w rocznym sprawozdaniu przedsiębiorstwa, w którym zwykle wymieniane są firmy z danej branży, dochody i przychody każdej z firm wchodzących w skład korporacji (pomocny może okazać się również „Management Discussion and Analysis"). Potem przejrzyj bazy danych, takie jak Factiva, ProQuest albo LexisNexis, w poszukiwaniu przykładów innych firm z tej samej branży, które ostatnio zostały nabyte. Używając bazy danych EDGAR, dostępnej na stronie www.sec.gov, w celu zlokalizowania ich rocznych sprawozdań z przeszłości, możesz ustalić stosunek ceny zakupu do dochodów tych zakupionych spółek. Możesz wtedy zastosować ten współczynnik do oszacowania, ile zbiorowy nabywca (i dysponent) mógł zapłacić za podobny oddział spółki, którą badasz.

Analizując w ten sposób każdą z części spółki osobno jesteś w stanie dostrzec, czy są one warte więcej, niż aktualna cena ich akcji. Hawkins z firmy Longleaf chętnie wyszukuje coś, co nazywa „60-cent dollars", czyli spółki, których akcje sprzedają się za co najwyżej 60% wartości, na którą wycenia on części korporacji. Pomaga to przyjąć margines bezpieczeństwa, na jaki nalegał Graham.

Kto tu rządzi?

Ostatecznie, najwybitniejsi zawodowi inwestorzy chcą mieć pewność, że spółka jest prowadzona przez ludzi, którzy, według określenia, jakiego użył William Nygren z Oakmark, „myślą jak właściciele, a nie jak zarządcy". Dwa proste sprawdziany. Czy sprawozdania finansowe spółki są zrozumiałe czy pełne niejasności? Czy zdarzają im się „przypadkowe", „wyjątkowe" i „nadzwyczajne" obciążenia, czy mają one przykry nawyk powracania?

* Zobacz: Komentarz do Rozdziału 11.

Mason Hawkins z Longleaf, szuka takich dyrektorów przedsiębiorstw, którzy są „dobrymi partnerami", co oznacza, że potrafią otwarcie rozmawiać o problemach, mają przejrzyste plany kierowania bieżącymi i przyszłymi napływami gotówki oraz są właścicielami pokaźnych pakietów akcji swego przedsiębiorstwa (raczej wskutek zakupu, niż dotacji z opcji akcyjnych). Jednak, „kiedy zarząd mówi więcej o cenach akcji, niż o samej firmie", przestrzega Robert Torray z Torray Fund, „nie jesteśmy zainteresowani". Christopher Davis z Davis Funds faworyzuje firmy, które ograniczają emisję opcji akcyjnych do około 3% wszystkich udziałów trafiających w ręce akcjonariuszy.

Howard Schow z Vanguard Primecap Fund śledzi to, „co oznajmiła firma w jednym roku, a co wydarzyło się w następnym. Chcemy wiedzieć nie tylko to, czy zarząd jest uczciwy względem akcjonariuszy, ale również, czy jest uczciwy względem samego siebie". Jeśli szef spółki upiera się, że wszystko gra, podczas gdy interes się sypie, miej się na baczności! W dzisiejszych czasach możesz przysłuchiwać się konferencjom regularnie organizowanym w firmach, jeśli tylko masz kilka ich akcji. Aby poznać rozkład takich spotkań, skontaktuj się z główną siedzibą firmy lub innym działem spółki, bądź odwiedź jej stronę internetową.

Robert Rodriguez z FPA Capital Fund zagląda na ostatnie strony rocznego sprawozdania spółki, gdzie wymienieni są wszyscy dyrektorzy jej oddziałów. Jeśli wśród tych nazwisk nastąpiło sporo zmian w ciągu pierwszego roku albo dwóch lat rządów nowego prezesa, przypuszczalnie jest to dobry znak, świadczący o wycinaniu spróchniałych drzew. Jeśli jednak zmiany wciąż trwają, możliwe, że przerodziły się w jakieś zamieszki.

Patrz przed siebie

Istnieje jeszcze więcej dróg do Jerozolimy. Niektórzy wybitni menedżerowie zarządzający portfelami akcyjnymi, jak David Dreman z Dreman Value Management i Martin Whitman z Third Avenue Funds, skupiają się na spółkach, sprzedających swoje akcje przy bardzo niskim współczynniku kapitału, dochodów i obrotów. Inni, jak Charles Royce z Royce Funds i Joel Tillinghast z Fidelity Low-Priced Stock Fund, polują na niedocenione małe spółki. Aby, w skrócie, przyjrzeć się temu, jak najznakomitszy inwestor naszych czasów, Warren Buffett, dokonywał selekcji spółek, przeczytaj tekst w ramce na stronie obok.

Metoda Warrena

Największy uczeń Grahama, Warren Buffett, stał się najskuteczniejszym inwestorem świata, wprowadzając nowe pomysły do koncepcji swego mistrza. Buffett oraz jego wspólnik, Charles Munger, połączyli „margines bezpieczeństwa" Grahama i oderwanie od rynku z własnymi innowacjami ukierunkowanymi na przyszły wzrost. Tak, w skrócie, przedstawia się metoda Buffetta.

Szuka on czegoś, co nazwał „spółkami koncesjonowanymi" o silnym wizerunku, łatwo zrozumiałych transakcjach, krzepkiej kondycji finansowej i niemal monopolistycznej pozycji na rynku. Za przykład mogą posłużyć tu H&R Block, Gillette i Washington Post Co. Buffett lubi „capnąć" akcje, kiedy niczym chmura burzowa, pojawia się jakiś skandal, wielki kryzys, czy inne złe wieści – tak, jak zrobił z udziałami Coca-Coli, wkrótce po katastrofalnej premierze „New Coke" i krachu rynkowym w 1987 roku. Szuka on również takich dyrektorów, którzy obierają i osiągają realistyczne cele, rozbudowują swoje firmy od wewnątrz, a nie przez nabywanie spółek, rozważnie lokują kapitał i nie przyznają sobie pensji idących w setki milionów dolarów ani atrakcyjnych opcji akcyjnych. Buffett kładzie nacisk na równomierny i trwały wzrost dochodów tak, aby spółka była warta w przyszłości więcej niż dziś.

W rocznych sprawozdaniach, gromadzonych na stronie www.berkshirehathaway.com, Buffett prezentuje swój sposób myślenia niczym otwartą księgę. Jak stwierdził Graham, prawdopodobnie żaden inny inwestor nie ujawnił publicznie więcej na temat swoich metod i nie napisał tak wielu porywających esejów. Jedno z klasycznych stwierdzeń Buffetta głosi: „Kiedy zarząd o doskonałej renomie przejmuje firmę posiadającą reputację złego gospodarstwa, to właśnie opinia o firmie pozostaje nienaruszona." Każdy inteligentny inwestor może – i powinien – uczyć się, mając w pamięci te słowa mistrza.

Pomocna może okazać się pewna technika. Zobacz, którzy z wybitnych profesjonalistów zarządzających pieniędzmi, mają papiery wartościowe w tych samych spółkach, co ty. Jeśli powtarzają się te same nazwiska, wejdź na strony internetowe firm inwestycyjnych, z którymi współpracują i zapoznaj się z ich najnowszymi sprawozdaniami. Wiedząc, jakie inne udziały posiadają ci inwestorzy, możesz dowiedzieć się więcej o ich wspólnych cechach. Czytając komentarze menedżerów, wypracujesz koncepcję, jak udoskonalić swe własne metody.*

Niezależnie od tego, jakich technik używają wybierając akcje, skutecznych profesjonalistów łączą dwie rzeczy. Po pierwsze, są zdyscyplinowani i konsekwentni, odmawiają rezygnacji ze swoich metod, nawet jeśli są one niemodne. Po drugie, przywiązują wielkie znaczenie do tego, co robią i jak robią, ale nie zważają zbytnio na to, co dzieje się na rynku.

* Istnieje również wiele broszur poświęconych analizie profesjonalnych portfeli, jednak czytanie większości z nich jest stratą czasu i pieniędzy nawet dla najbardziej przedsiębiorczych inwestorów. Wyjątkiem dla ludzi, którzy chcą zaoszczędzić pieniądze jest *Outstanding Investor Digest* (www.oid.com).

ROZDZIAŁ 16

Emisje wymienialne i warranty

Wymienialne obligacje oraz akcje uprzywilejowane w ostatnich latach w wielkim świecie finansów miały największe znaczenie. Będące równoległym odkryciem, warranty opcji akcyjnych – które dają długoterminowe prawo do kupna akcji zwykłych po przewidzianej w umowie cenie – stały się liczniejsze. Ponad połowa akcji uprzywilejowanych, notowanych obecnie w *Stock Guide* Standard & Poor's, miała przywilej wymiany i dotyczyło to również większości *obligacji* zbiorowych wypuszczonych w latach 1968–1970. Istnieje przynajmniej 60 innych serii warrantów opcji akcyjnych, sprzedawanych przez American Stock Exchange. W 1970 roku, po raz pierwszy w swej historii, NYSE sporządziła wykaz długoterminowych warrantów, dających prawo do nabycia 31 400 000 akcji American Tel.&Tel., po 52 dolary każda. Fakt, że „Mother Bell" otwiera teraz korowód, nieuchronnie zmierza do ich pomnożenia przez nowych wytwórców warrantów (nawiążemy do tego później – określenie „fabrykowanie", jakie tu można zastosować ma więcej niż jedno znaczenie).*

W ogólnym wyobrażeniu, ranga akcji wymienialnych jest znacznie wyższa niż warrantów, i tę sprawę omówimy w pierwszej kolejności. Istnieją dwa podstawowe aspekty, jakie należy rozważyć z pozycji inwestora. Po pierwsze, jakie reprezentują możliwości inwestowania oraz stopień ryzyka? Po drugie, jak ich istnienie wpływa na wartość powiązanych z nimi emisji akcji zwykłych?

Akcje wymienialne są uznawane za szczególnie korzystne, zarówno dla inwestorów, jak i emitującej je korporacji. Inwestor otrzymuje lepszą ochronę dla swoich obligacji albo akcji uprzywilejowanych, a także sposobność do

* Graham nie znosił warrantów, jak wyjaśnia na stronach 376–379.

współuczestniczenia w znaczącym podniesieniu wartości swoich udziałów. Emitent może zwiększać kapitał w umiarkowanym stopniu albo podnieść wydatki na uprzywilejowane dywidendy, a jeżeli spodziewany dobrobyt stanie się faktem, spółka pozbędzie się obligacji wyższego stopnia, zamieniając je na akcje zwykłe. W ten sposób obie strony transakcji wyjdą na tym niezwykle korzystnie.

Oczywiście, poprzedni akapit musi w jakiś sposób przerysowywać sprawę, gdyż nie można na podstawie samego tylko pomysłowego rozwiązania, przeprowadzić transakcji na znacznie lepszych dla obu stron warunkach. W zamian za przywilej wymiany, inwestor zazwyczaj odstępuje coś ważnego, co dotyczy wartości albo dochodów, bądź też jednego i drugiego.[1]

Tym niemniej wiemy, że grupa akcji wymienialnych notowana podczas ostatniego etapu rynku byka, nieuchronnie dąży do ogólnie niezadowalających rezultatów (niestety, w tak optymistycznych okresach większość wymiennych operacji finansowych została już przeprowadzona). Przykre konsekwencje są nieuchronne z powodu samych tylko terminów, ponieważ tendencje spadkowe na rynku akcji niezmiennie sprawiają, że przywilej wymiany staje się znacznie mniej atrakcyjny. Często również, poddaje w wątpliwość podstawowe bezpieczeństwo samych akcji.* Dla zilustrowania, posłużymy się tu wykorzystanym w pierwszym wydaniu tej książki, przykładem wzajemnych stosunków cen wymienialnych i zwykłych niewymienialnych akcji uprzywilejowanych, oferowanych w 1946 roku. Był to końcowy rok rynku byka, poprzedzający ten nadzwyczajny okres, jaki zaczął się w 1949 roku.

Trudno jest przygotować prezentację porównawczą dla lat 1967–1970, ponieważ w tym okresie nie było praktycznie żadnych nowych ofert papierów wymienialnych. Łatwo za to wykazać, że średni spadek cen wymienialnych akcji uprzywilejowanych, jaki nastąpił między grudniem 1967 roku a grudniem 1970 roku, był większy od tego, który dotyczył akcji zwykłych w ogóle (które straciły tylko 5%). Wymienialne papiery wartościowe zdają

* Według Goldman Sachs i Ibbotson Associates, od 1998 roku do 2002 roku, wymienialne papiery wartościowe przyniosły średni roczny zysk w wysokości 4,8%. Było to znacznie lepsze niż 0,6% straty na amerykańskim rynku giełdowym, ale o wiele gorsze, niż dochody ze średnioterminowych obligacji emitowanych przez korporacje (7,5% zysku w skali roku) oraz z obligacji długoterminowych (8,3% zysku w skali roku). W połowie lat 90., jak donosi Merill Lynch, wyemitowano rocznie prawie 15 mld dolarów w wymienialnych papierach wartościowych. W 1999 roku wartość emisji wzrosła ponad dwukrotnie, do 39 mld dolarów. W 2002 roku wypuszczono papiery wymienialne o wartości 58 mld dolarów, a w 2001 roku pojawiło się kolejne 105 mld. Jak przestrzega Graham, akcje wymienialne zawsze pojawiają się nagle, pod koniec rynku byka. Przeważnie dzięki temu, nawet kiepsko prosperujące spółki, osiągają wtedy na tyle wysokie zyski z akcji, że możliwość przeprowadzenia wymiany zdaje się być atrakcyjna.

Tabela 16.1. Rejestr cen nowych emisji akcji zwykłych, oferowanych w 1946 roku

Zmiany cen – od ceny emisyjnej do jej obniżenia w lipcu 1947 roku	Akcje „zwykłe"	Akcje wymienialne i współuczestniczące
	liczba emisji	
Bez spadku	7	0
Spadek 0%–10%	16	2
10%–20%	11	6
20%–40%	3	22
40% i więcej	0	12
Razem	37	42
Średnia spadku	około 9%	około 30%

się również spisywać nieco gorzej od starszych prostych akcji uprzywilejowanych, w okresie od grudnia 1968 roku do grudnia 1970 roku, jak widać to na przykładzie 20 akcji każdego rodzaju, zebranych w Tabeli 16.2. Zestawienia te pokazują, że wymienialne papiery wartościowe mają w ogóle niską wartość jako emisje wyższego szczebla, a dorównują akcjom zwykłym, które wypadają gorzej na tle całego rynku, z wyjątkiem okresów nagłego przypływu spekulacji giełdowych. Obserwacje te nie odnoszą się, rzecz jasna, do wszystkich akcji wymienialnych. Szczególnie w 1968 roku i w 1969 roku, spora liczba silnych spółek użyła akcji wymienialnych, przeciwdziałając niezwykle wysokim odsetkom od kapitału obligacji pierwszej jakości. Warto jednak wspomnieć, że w naszej próbce złożonej z 20 wymienialnych akcji uprzywilejowanych, tylko jedna z nich wykazała wzrost, zaś 14 cierpi na poważny spadek.*

Z liczb tych nie wynika, że akcje wymienialne cieszą się mniejszym powodzeniem niż akcje „zwykłe", czyli niewymienialne. Wszystko inne się zgadza, ale strona przeciwna jest prawdziwa. Widać jednak wyraźnie, że wszystko inne *nie* zgadza się w praktyce, i że dodatek w postaci przywileju wymiany, często – a może z reguły – zdradza brak prawdziwych walorów inwestycyjnych akcji.

* Ostatnie zmiany strukturalne na rynku wymienialnych papierów wartościowych, przeciwstawiają się niektórym z tych krytycznych uwag. Wymienialne akcje uprzywilejowane, które w czasach Grahama tworzyły prawie połowę rynku wymienialnych papierów wartościowych, obecnie stanowią tylko jedną ósmą. Terminy płatności są krótsze, co sprawia, że obligacje wymienialne nie są tak chwiejne, a wiele z nich jest „chronionych od zakupu", czyli ma zabezpieczenie od przedwczesnego wykupienia. Ponad połowa wszystkich wymienialnych papierów wartościowych, ma dziś średnią lub wysoką jakość (w rankingu), co jest znaczącą poprawą od czasów Grahama. Z tego też powodu, w 2002 roku Merill Lynch All U.S. Convertible Index, wykazał stratę 8,6% – w porównaniu do straty indeksu S&P 500, wynoszącej 22,1% oraz spadku 31,3% w indeksie NASDAQ.

Tabela 16.2. Rejestr cen akcji uprzywilejowanych, akcji zwykłych i warrantów, grudzień 1970 roku, w zestawieniu z grudniem 1968 roku (w oparciu o losowo wybrane przykłady, po 20 akcji każdy)

	Zwykłe akcje uprzywilejowane		Uprzywilejowane akcje wymienialne	Ewidencjonowane akcje zwykłe	Ewidencjonowane warranty
	w rankingu powyżej A	w rankingu poniżej A			
Zwyżki	2	0	1	2	1
Spadki: 0%–10%	3	3	3	4	0
10%–20%	14	10	2	1	0
20%–40%	1	5	5	6	1
40% i więcej	0	0	9	7	18
Średnia spadku	10%	17%	29%	33%	65%

Indeks złożony Standard & Poor's, zawierający 500 akcji zwykłych, wykazał spadek 11,3%.

Prawdą jest oczywiście, że wymienialne akcje uprzywilejowane, są pewniejsze od akcji zwykłych, wyemitowanych przez tę samą spółkę – trzeba przyznać, że niosą one mniejsze ryzyko straty zainwestowanej kwoty. W konsekwencji ci, którzy kupują nowe wymienialne papiery wartościowe, zamiast równorzędnych akcji zwykłych, postępują logicznie. W większości przypadków jednak, akcje zwykłe nie okazały się inteligentnym nabytkiem na sam początek, po ustalonej odgórnie cenie, i zastępując uprzywilejowane akcje wymienialne nie poprawiły wystarczająco sytuacji. Ponadto, dobrego interesu w postaci kupna akcji zwykłych dokonali ci inwestorzy, którzy nie byli zainteresowani akcjami zwykłymi albo nie mieli do nich zaufania. Znaczy to, że nigdy nie pomyśleliby oni o nabyciu akcji zwykłych, ale mogli ulec pokusie tego, co wydawało się idealnym połączeniem wcześniejszych roszczeń i przywileju wymiany w stosunku do bieżącego rynku. W wielu przypadkach kombinacja ta dobrze się sprawdziła, lecz według statystyk istnieje większe prawdopodobieństwo, że może okazać się pułapką.

Z posiadaniem wymienialnych papierów wartościowych łączy się pewien problem, z którego wielu inwestorów nie zdaje sobie sprawy. Nawet pojawieniu się zysku, towarzyszy dylemat. Czy właściciel akcji powinien sprzedać je przy niewielkim wzroście, czy powinien zachować, czekając na znacznie większe postępy? Jeśli pojawia się możliwość zakupu po atrakcyjnej cenie pewnej liczby akcji w określonym przedziale czasu (*call option*) – co często zdarza się, kiedy akcje zwykłe znacznie idą w górę – to czy inwestor powinien sprzedać, czy zamienić akcje wymienialne na akcje zwykłe?*

* Takie atrakcyjne oferty zakupu obligacji pojawiają się, kiedy emitująca obligacje korporacja wprowadza je w obieg przed ustalonym terminem zapadalności albo ostateczną datą zapłaty odsetek. Krótką charakterystykę obligacji wymienialnych zawiera pierwszy przypis w Komentarzu do tego Rozdziału (str. 381).

Rozważmy to na konkretnym przykładzie. Kupujesz sześcioprocentowe obligacje po 100 dolarów, wymienialne na akcje warte 25 dolarów – znaczy to, że na każde 1000 dolarów w obligacjach, przypada 40 akcji. Wartość akcji wzrasta do 30 dolarów, co sprawia, że obligacje są warte 120 dolarów, a sprzedają się po 125 dolarów. Możesz je zarówno sprzedać, jak i zatrzymać. Jeżeli wybierasz to drugie, w nadziei na wyższą cenę, jesteś w sytuacji posiadacza akcji zwykłych, ponieważ, jeśli akcje pójdą w dół, to samo spotka twoje obligacje. Ktoś ostrożny przypuszczalnie stwierdzi, że przy cenie wyższej niż 125 dolarów, sytuacja staje się zbyt spekulacyjna i dokona sprzedaży, odbierając sobie 25% zysku.

Póki co, tak trzymać. Pójdźmy jednak odrobinę dalej. W wielu przypadkach, kiedy udziałowiec sprzedaje obligacje po cenie 125 dolarów, akcje zwykłe wciąż idą w górę, pociągając za sobą wymienialne papiery wartościowe. Inwestor doświadcza wówczas tego szczególnego cierpienia, jakie pojawia się, kiedy podejmie decyzję o sprzedaży o wiele za wcześnie. Postanawia więc następnym razem poczekać, aż wartość obligacji wzrośnie do 150 lub 200 dolarów. Cena dochodzi już do 140, a on nadal czeka. Wtedy rynek załamuje się i wartość jego obligacji spada do 80 dolarów. I znowu popełnił błąd.

Oprócz udręki, jaką pociągają za sobą takie błędne decyzje – a wydają się być prawie nieuniknione – istnieje prawdziwy arytmetyczny feler operowania wymienialnymi papierami wartościowymi. Można przyjąć, że surowa i niezmienna polityka sprzedawania przy 25% czy 30% zysku, sprawdzi się w przypadku wielu portfeli akcji. W ten sposób można wyznaczyć górną granicę zysków i znajdzie się zastosowanie tylko do akcji, które osiągają dobre wyniki. Ale jeżeli, co zdaje być prawdą, akcje te często tracą odpowiednie podstawowe zabezpieczenia, i zwykle wprowadzane są w obieg oraz kupowane w końcowych stadiach rynku byka, wtedy sporej części z nich nie uda się osiągnąć ceny 125 dolarów za sztukę, lecz nie grozi im też spadek, jeśli rynek zacznie się obniżać. Z tego względu, spektakularne szanse związane z wymienialnymi papierami wartościowymi, w praktyce okazują się iluzoryczne, a całe to doświadczenie jest w pełni naznaczone tak wieloma poważnymi stratami, przynajmniej o tymczasowym charakterze, jak i zyskami o podobnej skali.

Z powodu niezwykle długotrwałego rynku byka, w latach 1950–1968, wszystkie akcje wymienialne miały dobre notowania przez około 18 lat. Oznaczało to jednak tylko tyle, że ogromna większość akcji zwykłych, cieszyła się sporymi postępami, co mogło udzielić się również wielu akcjom wymienialnym. Zasadność inwestowania w wymienialne papiery warto-

ściowe, można sprawdzić jedynie badając ich wydajność w zniżkującym rynku giełdowym – a to zawsze kończyło się ogólnym rozczarowaniem.*

W pierwszym wydaniu tej książki (1949 rok), zilustrowaliśmy szczególny problem – „co robić" z wymienialnymi papierami wartościowymi, kiedy idą w górę? Sądzimy, że sprawa ta zasługuje na omówienie. Jak sporo przytaczanych tu przykładów, to doświadczenie także wynika z naszych własnych operacji inwestycyjnych. Należeliśmy do „wyselekcjonowanej grupy", głównie z funduszy inwestycyjnych, które uczestniczyły w prywatnej ofercie sprzedaży czteroipółprocentowych skryptów dłużnych spółki Eversharp Co., po cenie wyjściowej, wymienialnych na akcje zwykłe po 40 dolarów za sztukę. Cena akcji wzrosła gwałtownie do 65$^{1}/_{2}$ dolara, a potem, po pomnożeniu przez trzy do dwóch, miała równowartość 88 dolarów. Ta ostatnia cena sprawiła, że wymienialne skrypty dłużne, były warte nie mniej niż 220 dolarów. W tym okresie, dwie emisje zostały wyprzedane po cenie nieco wyższej od nominalnej, stąd też, praktycznie wszystkie zostały wymienione na akcje zwykłe, które pozostały w rękach funduszy inwestycyjnych, które pierwotnie nabyły skrypty dłużne. Cena zaczęła ostro spadać i w marcu 1968 roku, akcje były sprzedawane za cenę tak niską, jak 7$^{3}/_{8}$ dolara. Odzwierciedlało to wartość skryptów dłużnych, wynoszącą zaledwie 27 dolarów albo stratę w wysokości 75% ceny wyjściowej, zamiast zysku przekraczającego 100%.

Prawdziwa puenta tej historii jest taka, że niektórzy początkowi nabywcy, wymienili swoje obligacje na akcje i przetrzymywali je przez okres ich wielkiego spadku. Czyniąc w ten sposób, postąpili wbrew starej maksymie z Wall Street, która głosi: „Nigdy nie wymieniaj obligacji wymienialnych". Skąd ta rada? Ponieważ w momencie wymiany tracisz swe strategiczne połączenie możliwości roszczeń do odsetek w pierwszej kolejności, z szansą na atrakcyjny zysk. Prawdopodobnie, z inwestora zamieniasz się w spekulanta i to zazwyczaj w niedogodnym momencie, ponieważ akcje mają już za sobą poważny wzrost. Jeśli „nigdy nie wymieniaj obligacji wymienialnych" jest dobrą regułą, jak dochodzi do tego, że doświadczeni menedżerowie z funduszy inwestycyjnych, zamienili swoje obligacje spółki Eversharp na akcje, co w konsekwencji przyniosło żenującą klęskę? Odpowiedź brzmi – niewątpliwie dali się ponieść entuzjazmowi, zarówno pod wpływem perspektyw spółki, jak i „sprzyjającej sytuacji rynkowej" akcji. Wall Street rządzi się kilkoma rozważnymi zasadami, a problem polega na tym, że zawsze się o nich zapomina, kiedy są najbardziej potrzebne.* Stąd też warte uwagi jest inne, znane powiedzenie ludzi starej daty: „Postępuj według tego, co ci mówię, a nie tego, co robię".

Nasze ogólne podejście do nowych, wymienialnych papierów wartościowych, jest wobec tego nieufne. Jesteśmy zdania, że inwestor powinien przyjrzeć im się więcej niż dwa razy, zanim dokona zakupu. Po tak podejrzliwej weryfikacji może on natrafić na kilka wyjątkowych ofert, które są zbyt dobre, aby je odrzucić. Idealne połączenie to, oczywiście, silnie zabezpieczone wymienialne papiery wartościowe, które można zamienić na akcje zwykłe, atrakcyjne same w sobie, a ich cena tylko nieznacznie przewyższa aktualną cenę rynkową. Każda obecna i ówczesna nowa oferta, zdaje się spełniać te wymagania, jakkolwiek z natury rynku giełdowego wynika, że o wiele bardziej realne jest znaleźć taką okazję wśród nieco starszych akcji, które osiągnęły dogodną pozycję niż w nowej emisji. Jeśli nowo wprowadzona na giełdę spółka należy do naprawdę silnych, jest mało prawdopodobne, by miała dobry przywilej wymiany.

Ostateczny rozrachunek między tym, co ustaliliśmy, a tym, co kryje się za typowymi wymienialnymi papierami wartościowymi, dobrze odzwierciedla szerokie zastosowanie tego rodzaju akcji w działalności finansowej American Telephone & Telegraph Company. Między rokiem 1913 a rokiem 1957, spółka ta wypuściła co najmniej dziewięć oddzielnych emisji obligacji wymienialnych, z czego większość na zasadzie subskrypcji. Obligacje wymienialne miały tę ważną zaletę dla spółki, że przynosiły jej znacznie liczniejszą rzeszę nabywców niż byłoby to możliwe w przypadku oferty samych akcji. Zyskały one bowiem popularność wśród wielu instytucji finansowych, posiadających duże środki finansowe, ale niektóre z nich nie były uprawnione do nabywania akcji. Zwrot odsetek z obligacji był generalnie mniejszy niż zyski z dywidend, jakie przynosiły akcje – czynnik ten został skalkulowany, aby zrównoważyć wcześniejsze roszczenie posiadaczy obligacji. Ponieważ spółka utrzymała dywidendy o wartości dziewięciu dolarów przez 40 lat (od 1919 roku do pomnożenia akcji w 1959 roku), skutkiem tego była ostateczna zamiana praktycznie wszystkich wymienialnych papierów wartościowych na akcje zwykłe. Dlatego też, nabywcom tych papierów wymienialnych, przez lata powodziło się nieźle, lecz nie tak dobrze, jak

* W ostatnich latach, wymienialne papiery wartościowe miały skłonność do osiągania lepszych wyników w notowaniach indeksu S&P 500 podczas spadku rynku giełdowego, jednak zwykle ustępowały innym obligacjom – co podważa, ale nie neguje krytyczne uwagi Grahama.

* Zdanie to mogłoby posłużyć jako epitafium rynku byka w latach 90. Wśród tych „kilku rozważnych zasad", o których zapomnieli inwestorzy, są takie slogany rynkowe jak: „Drzewa nie sięgają nieba" lub „Byki robią pieniądze, niedźwiedzie robią pieniądze, a świnie idą na rzeź".

w przypadku, gdyby w pierwszym rzędzie kupili akcje zwykłe i uprzywilejowane. Przykład ten jest potwierdzeniem logiki American Telephone & Telegraph, ale nie atrakcyjności obligacji wymienialnych. Aby poddać je praktycznemu sprawdzianowi, potrzebowalibyśmy kilku przykładów, w których wymienialne papiery wartościowe spisywały się dobrze, jeśli nawet akcje zwykłe przyniosły rozczarowania. Takie przykłady jednak niełatwo znaleźć.*

Wpływ wymienialnych papierów wartościowych na status akcji zwykłych

Ogromnej liczbie przypadków emisji wymienialnych papierów wartościowych, towarzyszyły fuzje albo nowe nabytki. Prawdopodobnie, najbardziej uderzającym przykładem było wypuszczenie w obieg przez NVF Corp. około 100 000 000 dolarów w pięcioprocentowych obligacjach wymienialnych (plus warranty), z możliwością zamiany na akcje zwykłe, spółki Sharon Steel Co. Ten niebywały interes został omówiony na stronach 392–395. Zazwyczaj taka transakcja skutkuje formalnym wzrostem deklarowanych zysków, przypadających na akcje. Notowania akcji wzrastają w odpowiedzi na przynoszone przez nie większe dochody, ale również dlatego, że zarząd daje świadectwo swej energii, przedsiębiorczości i zdolności przysporzenia zysków akcjonariuszom.** Istnieją jednak dwa równoważące czynniki, z których jeden jest zwykle, a drugi zawsze ignorowany, w optymistycznych sytuacjach rynkowych. Pierwszy, to faktyczne osłabienie bieżących i przyszłych dochodów z akcji zwykłych, narastające arytmetycznie wraz z nowymi prawami wymiany. Osłabienie to można wyliczyć biorąc pod uwagę ostatnie dochody lub przyjmując jakieś inne dane i obliczając stosowny dochód przypadający na akcję, jeżeli wszystkie wymienialne akcje albo obligacje rzeczywiście uległy wymianie. W większości spółek, będąca wynikiem tego obliczenia redukcja współczynnika, nie jest znacząca. Jest jednak sporo wyjątków i istnieje zagrożenie, że ich liczba będzie wzrastać w niepokojącym tempie. Szybko rozwijające się „zlepki" firm, praktykują sztuczki związane z wymienialnymi papierami wartościowymi. W Tabeli 16.3. wymieniamy siedem spółek o dużej ilości akcji, emitowanych z możliwością wymiany na warranty.*

* AT&T Corp. nie jest już znaczącym emitentem obligacji wymienialnych. Dziś, wśród największych wystawców takich papierów wartościowych, znajdują się: General Motors, Merill Lynch, Tyco International i Roche.

** Szersze omówienie „formalnych" rezultatów finansowych znajduje się w Komentarzu do Rozdziału 12.

Tabela 16.3. Spółki o dużej ilości akcji wymienialnych i warrantów, pod koniec 1969 roku (akcje w tysiącach)

	Akcje zwykłe w rękach udziałowców	Dodatkowe akcje zwykłe w emisji			
		do zamiany na		w zamian za warranty	wszystkie dodatkowe akcje zwykłe
		obligacje	akcje uprzywilejowane		
Avco Corp.	11 470	1 750	10 436	3 085	15 271
Gulf & Western Inc.	14 964	9 671	5 632	6 951	22 260
International Tel.&Tel.	67 393	190	48 115		48 305
Ling-Temco-Vought	4 410[a]	1 180	685	7 564	9 429
National General	4 910	4 530		12 170	16 700
Northwest Industries[b]	7 433		11 467	1 513	12 980
Rapid American	3 591	426	1 503	8 000	9 929

[a] Zawiera „akcje specjalne".
[b] Pod koniec 1970 roku.

Wykazane zmiany z akcji zwykłych w uprzywilejowane

Dziesiątki lat wstecz, powiedzmy, w 1956 roku, akcje zwykłe przynosiły większy zysk niż akcje uprzywilejowane tej samej spółki. Bywało tak zwykle, jeżeli akcje uprzywilejowane miały przywilej zamiany. Teraz sytuacja wygląda odwrotnie. Skutkiem tego, jest poważna liczba uprzywilejowanych akcji wymienialnych, które są, rzecz jasna, bardziej atrakcyjne niż odpowiadające im akcje zwykłe. Właściciele akcji zwykłych nie mają nic do stracenia i mogą osiągnąć poważne korzyści, zamieniając swoje podporządkowane udziały na akcje wyższe rangą.

Przykład: Typowym przykładem jest sytuacja, w jakiej pod koniec 1970 roku znalazła się spółka Studebaker-Worthington Corp. Akcje zwykłe sprzedawały się po 57 dolarów, podczas gdy cena przynoszących 5 dolarów dywidendy uprzywilejowanych akcji wymienialnych doszła do $87^1/_2$ dolara. Każda z akcji uprzywilejowanych mogła być zamieniona na $1^1/_2$ akcji zwykłej, a zatem warta $85^1/_2$ dolara. Mogłoby to oznaczać dla nabywcy akcji uprzywilejowanych, niewielką różnicę w cenie. Ale dywidendy od akcji

* W ostatnich latach, obligacje wymienialne były emitowane przede wszystkim przez spółki z sektorów finansowego, opieki zdrowotnej i technicznego.

zwykłych wynosiły w stosunku rocznym 1,20 dolara (co dawało 1,80 dolara za $1\frac{1}{2}$ akcji), w porównaniu do możliwych do osiągnięcia 5 dolarów. Stąd pierwotna niekorzystna różnica w cenie, mogłaby wzrosnąć w okresie krótszym niż rok, po którym akcje uprzywilejowane przypuszczalnie odzyskałyby dochód z dywidend wyższy od tego, jaki po pewnym czasie, przypadłby w udziale akcjom zwykłym. Najważniejsza jednak była, oczywiście, uprzywilejowana pozycja, jaką właściciel akcji zwykłych mógł osiągnąć wskutek zamiany. Przy *niskich* cenach w 1968 roku, i ponownie w 1970 roku, akcje uprzywilejowane osiągały w sprzedaży 15 punktów więcej niż $1\frac{1}{2}$ akcji zwykłej. Ich przywilej zamiany gwarantował, że nigdy nie sprzeda się niżej od pakietu akcji zwykłych.[2]

Warranty opcji akcyjnych

Na początek pozwolimy sobie nie przebierać w słowach. Traktujemy rozwój warrantów opcji akcyjnych w ostatnim czasie niemalże jak nadużycie, jak realną groźbę i potencjalną katastrofę. Doprowadziły one do ogromnej łącznej „wartości" dolara, która wzięła się znikąd. Nie ma wytłumaczenia dla ich istnienia, prócz tego, że wprowadzają w błąd inwestorów i graczy giełdowych. Powinny być zakazane przez prawo albo przynajmniej ściśle ograniczone, do znikomej części całkowitej kapitalizacji spółki.*

Szukając porównań w historii powszechnej i literaturze, odeślemy czytelnika do fragmentu *Fausta*, w którym Goethe opisuje wynalezienie papierowych pieniędzy. Jako złowieszczy precedens w historii Wall Street, mogę podać za przykład warranty American & Foreign Power Co., których wartość określano w 1929 roku na ponad miliard dolarów, chociaż pojawiały się tylko w przypisie do zestawienia bilansowego spółki. Do 1932 roku, miliard ten skurczył się do 8 mln, a w 1952 roku, warranty zostały wymazane z rekapitalizacji spółki – nawet, jeśli zachowały one wypłacalność.

Początkowo, warranty opcji akcyjnych, od czasu do czasu, dołączano do emisji obligacji i zwykle służyły jako odpowiednik częściowego przywileju zamiany. Ich liczba była mało znacząca i dzięki temu nie wyrządzały żadnej szkody. Użyteczność warrantów upowszechniła się pod koniec lat 20., wraz z wieloma innymi nadużyciami finansowymi, ale wkrótce potem znikły z pola widzenia na długo. Powróciły, jak zły szeląg, i od 1967 roku stały się znanym „instrumentem finansowym". Faktycznie, standardowe procedury rozwinęły się do powiększania kapitału o nowe przedsięwzięcia, związane z nieruchomościami, łączenia się z dużymi bankami, sprzedawaniem pakietów łączących akcje zwykłe i warranty (mając na celu zakupienie dodatkowych akcji za tę samą sumę. Dla przykładu, w 1971 roku, CleveTrust Realty Investors, sprzedał dwa i pół miliona tych kombinacji złożonych z akcji zwykłych i warrantów po 20 dolarów za pakiet.

Zastanówmy się przez chwilę, o co tak naprawdę chodzi w tym układzie finansowym. Zazwyczaj emitent akcji zwykłych, ma prawo do zakupu dodatkowych udziałów w pierwszej kolejności, jeżeli zarząd spółki uznał za konieczne powiększenie w ten sposób kapitału. To tak zwane „prawo pierwokupu", jest jednym z elementów wejścia w posiadanie akcji zwykłych – wraz z prawem do odbierania dywidend, uczestnictwa w rozwoju firmy i wybierania członków zarządu. Kiedy w obieg zostają wpuszczone odrębne warranty, dając prawo do subskrypcji dodatkowego kapitału, działanie takie pochłania część wartości, nieodłącznie związanej z akcjami zwykłymi, i przenosi ją na odrębny certyfikat. Analogicznie można postąpić, emitując oddzielne certyfikaty, uprawniające do otrzymywania dywidend (przez czas określony albo nieokreślony), do udziału w procesie sprzedaży lub likwidacji przedsiębiorstwa lub do głosowania za pomocą akcji. Dlaczego więc, te warranty subskrypcyjne stanowią część pierwotnej struktury kapitału? Po prostu dlatego, że ludzie nie są biegli w sprawach finansowych. Nie zdają sobie sprawy, że akcje zwykłe, wraz z nierozliczonymi warrantami, są warte mniej. Dlatego też, pakiet łączący akcje i warranty, zwykle osiąga lepszą cenę na rynku niż osiągnęłyby same akcje. Warto zauważyć, że w normalnych sprawozdaniach spółki, dochody na akcję są (albo były) obliczane, bez uwzględniania wpływu nierozliczonych warrantów. Prowadzi to oczywiście do wyolbrzymienia związku między dochodami, a wartością rynkową kapitalizacji spółki*.

* Warranty stanowiły niezwykle rozpowszechnioną technikę gospodarki finansowej dziewiętnastowiecznych korporacji i były dość powszechne w czasach Grahama. Od tamtej pory ich znaczenie i popularność zmalały – jest to jedno z ostatnich wydarzeń, które mogłoby sprawić Grahamowi wielką radość. Do końca roku 2002 miało miejsce tylko siedem pozostałych emisji warrantów na NYSE – zaledwie widmowy ślad całego rynku. Ponieważ warranty, nie są już powszechnie używane przez wielkie spółki, dzisiejszy inwestor powinien przeczytać resztę tego rozdziału jedynie po to, by zobaczyć, jak funkcjonuje logika.

* Dziś jedyną ostoją warrantów jest „tablica ogłoszeń" NASDAQ, albo „nienotowany" rynek małych spółek, gdzie często akcje łączone są w zestawy z warrantami (współczesny odpowiednik tego, co Graham nazywa „pakietem"). Jeśli kiedykolwiek, makler zaproponuje ci kupno takiego „zestawu" w jakiejś spółce, możesz mieć 95% pewności, że w jego skład wchodzą warranty i 90% pewności, że sprzedający jest złodziejem albo idiotą. Legalni maklerzy i firmy nie działają na tym obszarze.

Tabela 16.4. Zestawienie „prawdziwej ceny rynkowej" i odpowiedniego wskaźnika cena/zysk dla akcji zwykłych, przy dużych ilościach warrantów

Przykład: National General Corp. w czerwcu 1971 roku			
1. Obliczenie „rzeczywistej" ceny rynkowej			
Cena rynkowa trzech emisji warrantów, 30 czerwca 1971			94 000 000,00 dol.
Wartość warrantu przypadająca na jedną akcję zwykłą			18,80 dol.
Cena samej akcji zwykłej			24,50 dol.
Skorygowana cena akcji zwykłych, dostosowana do warrantów			43,30 dol.
2. Obliczenie wskaźnika cena/zysk, dopuszczającego osłabienie warrantu			
Zyski w 1970 roku	Przed osłabieniem warrantu	Po osłabieniu warrantu	
		kalkulacja spółki	kalkulacja własna
A. Przed pozycjami specjalnymi			
Zysk na akcję	2,33 dol.	1,60 dol.	2,33 dol.
Cena akcji zwykłych	24,50 dol.	24,50 dol.	43,30 dol. (szacunkowo)
Wskaźnik cena/zysk	10,5×	15,3×	18,5×
B. Po pozycjach specjalnych			
Zysk na akcję	0,90 dol.	1,33 dol.	0,90 dol.
Cena akcji zwykłych	24,50 dol.	24,50 dol.	43,30 dol. (szacunkowo)
Wskaźnik cena/zysk	27,2×	18,4×	48,1×

Zwróć uwagę, że po opłatach specjalnych, efektem wyliczeń firmy jest zwiększenie wskaźnika zysku na akcję i redukcja proporcji cena do zysku. To jest oczywisty absurd. Poprzez sugerowaną przez nas metodę efektu rozwodnienia istotne jest zwiększenie proporcji ceny do zysku, tak jak być powinno.

Najprostsza, i prawdopodobnie najlepsza metoda, pozwalająca na istnienie warrantów, polega na dodaniu odpowiednika ich wartości rynkowej do kapitalizacji akcji zwykłych, co podnosi „prawdziwą" cenę rynkową, przypadającą na akcję. Kiedy duża liczba warrantów została wyemitowana w połączeniu ze sprzedażą akcji wyższego rzędu, jest przyjęte, by dokonać korekty, zakładając, że przebieg spłaty akcji zwykle wycofuje z obiegu obligacje, bądź akcje uprzywilejowane. Metoda ta, nie pozwala na osiągnięcie zwyczajnej „wyższej wartości" warrantu, przewyższającej wartość przysługującą. Tabela 16.4. zawiera zestawienie efektów tych dwóch metod kalkulacji w przypadku National General Corp. na rok 1970.

Warto zauważyć, że po dokonaniu specjalnych opłat, wynik kalkulacji spółki zmierza ku podniesieniu zysku przypadającego na akcję i redukcji współczynnika cena/zysk. To jawny absurd. Zgodnie z sugerowaną przez nas metodą, wskutek osłabienia, wzrasta współczynnik cena/zysk, tak znacząco, jak powinien.

Czy spółka sama osiągnęła swoje korzyści tworząc te warranty, zyskując dzięki nim pewnego rodzaju zapewnienie, że uzyska dodatkowy kapitał, je-

żeli będzie takiego potrzebować? Niezupełnie. Zazwyczaj nie ma sposobu, dzięki któremu spółka mogłaby wymóc na posiadaczach warrantów, aby wykorzystali swoje prawo i dostarczyli jej nowych środków, jeszcze przed terminem wygaśnięcia warrantów. Gdyby spółka w tym czasie chciała powiększyć zasoby dodatkowych akcji zwykłych, musiałaby zaoferować swoim akcjonariuszom udziały w normalny sposób – co oznacza podporządkowanie się obowiązującej cenie rynkowej. Warranty nie są pomocne w tego typu operacjach, tylko komplikują sytuację, często wymagając zaniżenia swej ceny z subskrypcji. Jeszcze raz zapewniamy, że ogromne emisje warrantów opcji akcyjnych, nie służą żadnemu celowi, poza wytworzeniem złudnej wartości rynkowej.

Papierowe pieniądze, z którymi Goethe był tak obeznany pisząc *Fausta*, to osławione francuskie asygnaty, które zostały przyjęte jako cudowny wynalazek, a ostatecznie było im pisane stracić całą swoją wartość – co spotkało również warte miliard dolarów warranty spółki American & Foreign Power.* Niektóre spostrzeżenia poety można równie dobrze zastosować do takiego, czy innego wynalazku. Na przykład takie:

> Faust: Myśl najbystrzejsza bogactw przeliczyć nie może –
> i fantacja upada w nazbyt górnym torze; (...)
> Mefistofeles: (...) Kruszczu chcesz? na każdym kroku
> kantory znajdziesz; (...)
> Błazen: Spójrz no! – Czy to pieniądze naprawdę, mój panie?**

Praktyczne postscriptum

Zbrodnia warrantów polega na tym, że „się narodziły".*** Kiedy się ukazały, funkcjonowały jako pewna forma papierów wartościowych i dawały szansę, zarówno zysku, jak i straty. Prawie wszystkie nowsze warranty obo-

* „Osławione francuskie asygnaty" były emitowane podczas Rewolucji w 1789 roku. Pierwotnie były to papiery dłużne rządu rewolucyjnego, których zabezpieczenie podobno stanowiły nieruchomości, odebrane przez radykałów kościołowi katolickiemu i arystokracji. Rewolucjoniści nie umieli jednak zarządzać finansami. W 1790 roku, stopa oprocentowania asygnat została obniżona, a wkrótce potem zaprzestano w ogóle wypłacania odsetek i zamieniono asygnaty na papierowe pieniądze. Rząd odmówił jednak ich wykupienia za złoto bądź srebro i wypuścił ogromną liczbę nowych asygnat. Oficjalnie ogłoszono je bezwartościowymi w 1797 roku.

** J.W. Goethe, *Faust*, przekł. E. Zegadłowicz, Wydawnictwo „Akademia" Toruń 1994, s. 297.

*** Jako entuzjasta literatury hiszpańskiej, Graham parafrazuje wers ze sztuki, *Życie jest snem* Pedro Calderona de la Barca: „Największą zbrodnią człowieka jest to, że się narodził".

wiązują w czasie określonym – generalnie od pięciu do 10 lat. Starsze, często bywały stałe i miały fascynującą historię cen na przestrzeni lat.

PRZYKŁAD: Rejestry dowodzą, że warranty Tri-Continental Corp., które trafiły na rynek w 1929 roku, sprzedawały się za śmiesznie niską cenę $1/32$ dolara za sztukę. Poczynając od tak niskiej stawki, ich cena wzrosła w 1969 roku, do imponującej kwoty $75^3/_4$ dolara, wykazując astronomiczny przyrost w wysokości 242,000% (warranty sprzedawały się wówczas po znacznie wyższych cenach niż same akcje – takie rzeczy dzieją się na Wall Street w dobie rozwoju technicznego, podobnie jak pomnożenia akcji). Najnowszy przykład to warranty Ling-Temco-Vought, których wartość, w pierwszej połowie 1971 roku, wzrosła z $2^1/_2$ do $12^1/_2$ dolara, a potem spadła do 4 dolarów.

Bez wątpienia, od czasu do czasu, istnieje możliwość dokonywania przy użyciu warrantów trafnych operacji, lecz jest to kwestia zbyt techniczna, aby ją tutaj omawiać. Można powiedzieć, że warranty zazwyczaj sprzedają się stosunkowo drożej niż odpowiadające im elementy rynku powiązane z przywilejem zamiany, przysługującym obligacjom lub akcjom uprzywilejowanym. W związku z tym, istnieje poważny argument, przemawiający za sprzedawaniem obligacji połączonych z warrantami, zamiast wprowadzania czynnika osłabiającego, w postaci akcji wymienialnych. Jeśli ogół warrantów jest stosunkowo niewielki, nie ma sensu brać tego teoretycznego aspektu zbyt poważnie. Jeśli jednak emisja warrantów jest większa w stosunku do akcji znajdujących się w rękach udziałowców, może to świadczyć o tym, że kapitalizacja spółki została zdominowana przez papiery, mające pierwszeństwo do wypłaty dywidend. Zamiast tego, spółka powinna sprzedawać dodatkowe akcje zwykłe. Dlatego też, mój atak na warranty jako mechanizm finansowy, nie ma potępiać korzystania z nich w połączeniu z umiarkowaną ilością obligacji, ale sprzeciwia się bezsensownemu tworzeniu tego rodzaju monstrów z „papierowych pieniędzy".

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 16

Przecież to, co siejesz, nie ożyje, jeżeli wprzód nie obumrze.

1 Kor 15,36

Gorączka zamiany

Mimo, że obligacje wymienialne nazywane sa obligacjami, zachowują się jak akcje, działają jak opcje i są pełne niejasności.

Będąc właścicielem wymienialnych papierów wartościowych, masz również opcję. Możesz zachować obligacje i nadal czerpać zyski z odsetek, możesz zamienić je na akcje zwykłe tej samej spółki, przy ustalonym z góry współczynniku (opcja taka daje posiadaczowi papierów wartościowych prawo do nabycia albo sprzedaży innych akcji po ustalonej cenie w określonym przedziale czasu). Ponieważ można je zamienić na akcje, wymienialne papiery wartościowe płacą niższe odsetki od kapitału niż większość porównywalnych obligacji. Z drugiej strony, jeśli cena akcji spółki idzie w górę, obligacje wymienialne, którymi można zastąpić te akcje, będą osiągały znacznie lepsze wyniki niż zwyczajne obligacje (i odwrotnie, typowe wymienialne papiery wartościowe ze swymi niższymi odsetkami od kapitału, będą sprawowały się o wiele gorzej przy tendencjach spadkowych rynku giełdowego).*

Od 1957 roku do 2002 roku, według Ibbotson Associates, obligacje wymienialne przyniosły średni roczny zysk w wysokości 8,3% – tylko dwa

* Zwięzłym przykładem tego, jak obligacje wymienialne spisują się w praktyce, są wymienialne noty podporządkowane, na stawkę 4,75%, wyemitowane w 1999 roku, przez DoubleClick Inc. Przynoszą one 47,50 dolara odsetek w skali roku, a każda z nich jest zamienna na 24,24 akcji zwykłej tej spółki, czyli „współczynnik zamiany" wynosi 24,24. Pod koniec 2002 roku, cena akcji DoubleClick wynosiła 5,66 dolara za sztukę, dając każdej z obligacji „wartość zamienną" 137,20 dolara (5,66x24,24). Obligacje sprzedawały się tymczasem sześć razy drożej – po cenie 881,30 dolara, przynosząc w ten sposób „nadwyżkę z zamiany" i przerastając swoją wartość zamienną o 542%. Gdybyś dokonał zakupu za tę cenę, „okres ważności" twoich obligacji byłby bardzo długi (jeśli zapłacisz blisko 750 dolarów więcej, niż wynosi wartość zamienna obligacji, daje ci to prawie 16 lat, w ciągu których będziesz otrzymywać wypłaty odsetek w kwocie 47,50 dolara, „odzyskując" zapłaconą nadwyżkę). Skoro każdą obligację spółki DoubleClick, można zamienić na ponad 24 akcje zwykłe, ich cena musi wzrosnąć z 5,66 do ponad 36 dolarów, jeżeli do zamiany ma dojść przed terminem zapłaty obligacji w 2006 roku. Osiągnięcie takiego zysku z akcji nie jest niemożliwe, ale zakrawa na cud. Pieniądze zarobione na tych konkretnych obligacjach są zaledwie wystarczające, zakładając niskie prawdopodobieństwo zamiany.

punkty procentowe poniżej ogólnego zysku z akcji, ale zyskały za to stabilniejsze ceny i przynosiły mniejsze straty.* Większy dochód, a ryzyko mniejsze niż w przypadku akcji. Nie bez przyczyny, sprzedawcy z Wall Street często określają wymienialne papiery wartościowe jako inwestycję „najlepszą na tym i na tamtym świecie". Inteligentny inwestor szybko jednak zda sobie sprawę, że wymienialne papiery wartościowe niosą mniejszy zysk i większe ryzyko, niż większość innych *obligacji*. Mogłyby one zatem, na podstawie tej samej logiki i takiego samego osądu, zostać nazwane „najgorszymi na obu światach". Twoja ocena zależy od tego, jak z nich skorzystasz.

Prawdę mówiąc, wymienialne papiery wartościowe potrafią więcej, podobnie jak akcje potrafią więcej od obligacji. Zyski z nich w około 83% odpowiadają notowaniom indeksu S&P 500, ale tylko w 30% odpowiadają osiągnięciom obligacji skarbowych. Dlatego też, akcje wymienialne idą w jedną stronę, kiedy większość obligacji idzie w odwrotną. Dla inwestorów konserwatywnych, którzy większość albo całość swego kapitału, lokują w obligacjach, dodanie zróżnicowanego pakietu wymienialnych papierów wartościowych, jest rozsądnym sposobem na znalezienie dochodów podobnych do tych, przynoszonych przez akcje, bez konieczności podejmowania ryzyka bezpośredniego inwestowania w akcje. Można by nazwać obligacje wymienialne „akcjami dla ostrożnych".

Jak stwierdza ekspert od papierów wymienialnych, F. Barry Nelson z Advent Capital Management, ten wart niemal 200 mld dolarów rynek, rozkwitł od czasów Grahama. Większość akcji wymienialnych ma obecnie średni okres ważności rzędu siedmiu do 10 lat, blisko połowa z nich stoi wysoko w rankingu (powyżej klasy BBB – *investment grade*), a wiele ma zabezpieczenie od przedwczesnego wykupu. Wszystkie te czynniki sprawiają, że są one mniej ryzykowne niż były dotychczas.**

* Jak wiele z rejestrów osiągnięć, powszechnie notowanych na Wall Street, i ten jest hipotetyczny. Wykazuje on dochód, jaki można by uzyskać za pośrednictwem wyimaginowanego funduszu inwestycyjnego, będącego w posiadaniu wszystkich największych papierów wymienialnych. Nie obejmuje to wynagrodzenia dla zarządu, ani żadnych kosztów operacyjnych (które są poważne w przypadku akcji wymienialnych). W rzeczywistości, dochody mogłyby wynosi jakieś dwa punkty procentowe mniej.

** Bądź co bądź, większość obligacji wymienialnych zachowuje podrzędny status w stosunku do zobowiązań długoterminowych albo pożyczek bankowych. W przypadku bankructwa, posiadaczom tych papierów nie przysługuje prawo roszczeń w pierwszej kolejności do kapitału spółki. I podczas, gdy nie są one tak samo ryzykowne , jak wysoko rentowne „śmieciowe" obligacje, wiele wymienialnych papierów wartościowych jest wciąż emitowanych przez spółki o poważnym współczynniku ryzyka kredytowego. Ostatecznie, spora część rynku papierów wymienialnych znajduje się w posiadaniu funduszy zamkniętych, których gwałtowny sposób dokonywania transakcji może zwiększyć wrażliwość cen akcji.

Kupowanie małych ilości obligacji wymienialnych jest kosztowne, a zróżnicowanie niepraktyczne, jeżeli dysponujesz ponad 100 000 dolarów do zainwestowania wyłącznie w tym sektorze. Na szczęście, dzisiejszy inteligentny inwestor, ma dogodne wyjście – może skorzystać z niedrogich obligacji wymienialnych. Fidelity i Vanguard proponują fundusze wzajemne, których roczne wydatki nie przekraczają 1%, podczas gdy kilka funduszy zamkniętych jest również dostępnych przy rozsądnych kosztach (i czasami przy obniżce do wartości kapitału netto).*

Na Wall Street atrakcyjność i złożoność idą ręka w rękę, a wymienialne papiery wartościowe nie są tu wyjątkiem. Wśród nowszych odmian znajduje się mieszanina akcji, których nazwy są akronimami: LYONS, ELKS, EYES, PERCS, MIPS, CHIPS i YEELDS. Te pogmatwane akcje przygotowują grunt pod potencjalne straty, lecz również ograniczają potencjalne zyski, i często zmuszają inwestora do zamiany na akcje zwykłe w ustalonym dniu. Jak większość inwestycji, które służą zabezpieczeniu przed stratami (zobacz ramka na str. 384), przynoszą więcej kłopotów, niż same są warte. Można ustrzec się od strat nie przez zakup jednego z tych dziwacznych wynalazków, ale inteligentnie różnicując cały swój portfel przy pomocy środków pieniężnych, obligacji oraz akcji amerykańskich i zagranicznych.

* Więcej szczegółów na stronach www.fidelity.com, www.vanguard.com i www.morningstar.com. Inteligentny inwestor nigdy nie skorzysta z funduszu obligacji wymienialnych, którego roczne koszty operacyjne przewyższają 1%.

Odkrywanie sprzedaży zabezpieczonej

Kiedy rynek niedźwiedzia przecierał swój szlak w roku 2003, odkrył pewien stary trend – wystawianie zabezpieczonych opcji sprzedaży (po wpisaniu hasła „covered call writing" w wyszukiwarce Google, ukazało się 2600 odsłon). Czym jest wystawianie zabezpieczonych opcji i jak funkcjonuje? Wyobraź sobie, że kupujesz 100 akcji Ixnay Corp., po 95 dolarów każda. Potem „wystawiasz" opcję call dla swoich akcji. W zamian za to, otrzymujesz wypłatę gotówkową, zwaną „nadwyżką call" (*call premium*) – powiedzmy, 10 dolarów na akcję. W tym czasie, nabywca opcji ma wynikające z umowy prawo do kupna twoich akcji spółki Ixnay po wspólnie uzgodnionej cenie, powiedzmy, po 100 dolarów. Zatrzymujesz akcje tak długo, dopóki ich cena nie przekroczy 100 dolarów i zyskujesz kwotę 1000 dolarów z nadwyżki, co zamortyzuje straty, gdyby kurs akcji Ixnay spadł.

Mniej ryzyka, więcej zysku. Czemu nie spróbować?

A teraz wyobraźmy sobie, że akcje Ixnay, w ciągu jednej nocy, skaczą do 110 dolarów. Wtedy twój nabywca opcji wykorzysta swoje prawo, łapiąc twoje akcje za 100 dolarów. Ty wciąż masz swoje 1000 dolarów zysku, ale on ma twoje akcje Ixnay – a im wyżej one pójdą, tym bardziej będziesz pluć sobie w brodę.[1]

Ponieważ potencjalny zysk z akcji jest nieograniczony, dopóki nie ponosisz żadnych strat, jedyną osobą, której możesz w ten sposób dać zarobić, jest twój makler. Przygotowujesz sobie grunt pod swój upadek, ale również zakładasz możliwość wzlotu. Dla indywidualnych inwestorów, zabezpieczanie dołów, nigdy nie jest warte odsłaniania góry.

[1] Ewentualnie możesz odkupić opcję call, ale możesz na tym stracić – a koszty operacyjne opcji mogą być nawet wyższe od ceny samych akcji.

ROZDZIAŁ 17

Cztery nadzwyczaj pouczające historie

Słowo „nadzwyczaj", pojawiające się w tytule, jest swego rodzaju grą słów, ponieważ przytoczone tu historie opisują różne skrajności, jakie ostatnimi laty ujawniły się na Wall Street. Zawierają one pouczenia i ważne ostrzeżenia, przydatne każdemu, kto ma poważne powiązania ze światem akcji i obligacji – nie tylko zwykłym inwestorom czy graczom, ale również zawodowcom, analitykom, menedżerom z funduszy inwestycyjnych, administratorom lokat powierniczych, a nawet bankierom, którzy pożyczają pieniądze korporacjom. Przyjrzymy się czterem spółkom i czterem różnym skrajnościom, których są przykładem:

Penn Central (Railroad) Co. Ekstremalny przykład zaniedbania, najbardziej elementarnych sygnałów ostrzegawczych osłabienia finansowego, przez wszystkich, którzy nadzorowali obligacje lub akcje spółki. Akcje tego chwiejnego giganta, osiągnęły szaleńczo wysokie ceny rynkowe.

Ling-Temco-Vought Inc. Ekstremalny przykład pospiesznego i nierozważnego „wznoszenia imperium", którego ostateczny upadek był praktycznie zagwarantowany, jednak zapobiegły mu masowe pożyczki bankowe.

NVF Corp. Ekstremalny przykład jednego z nabytków korporacji, kiedy niewielka spółka wchłonęła inną, siedem razy większą, ściągając na siebie ogromne zadłużenie i wykorzystując kilka zdumiewających metod rozliczeniowych.

AAA Enterprises. Ekstremalny przykład publicznej inwestycji w akcje małej spółki, których wartość opierała się na magicznym słowie „franchising" i prawie niczym więcej, sfinansowanej przez poważne domy maklerskie. Bankructwo nastąpiło w ciągu dwóch lat od sprzedaży akcji i podwojenia pierwotnej, wygórowanej ceny, na nierozważnym rynku giełdowym.

Przypadek Penn Central

Jest to przewoźnik kolejowy o największym w kraju kapitale i wielkich dochodach. Jego bankructwo, do którego doszło w 1970 roku, zaszokowało cały świat finansów. Przedsiębiorstwo nie wywiązało się z większości swoich obligacji i znalazło się w niebezpieczeństwie całkowitego zaprzestania działalności. Ceny jego udziałów drastycznie spadły – akcje zwykłe runęły z wysokiego poziomu $86^1/_2$ dolara, jaki osiągały w 1968 roku, do $5^1/_2$ dolara w 1970 roku (wydaje się nieco wątpliwe, żeby te akcje zostały zredukowane w czasie reorganizacji).*

Zasadnicza kwestia polega na tym, że przy zastosowaniu najprostszych zasad analizy akcji i najprostszych standardów rozsądnego inwestowania, możliwe było odsłonięcie podstawowych słabości systemu Penn Central, na długo przed bankructwem. Na pewno mogło to nastąpić w 1968 roku, kiedy akcje sprzedawały się po cenach najwyższych od 1929 roku, i kiedy większość obligacji można było zamienić, za taką samą cenę, na dobrze zabezpieczone obligacje przedsiębiorstw użyteczności publicznej, o takiej samej stopie oprocentowania. Oto kolejne komentarze:

1. Wydany przez Standard & Poor's *Przewodnik po obligacjach* informuje, że koszt z odsetek 1967 roku, wyniósł 1,91 razy, a w 1968 roku – 1,98 razy. Minimalny zwrot kosztów, przypisywany obligacjom spółek kolejowych, jaki podaliśmy w podręczniku *Security Analysis*, był pięciokrotny przed odliczeniem podatku dochodowego, a po jego odliczeniu, 2,9 razy obowiązującej stopy podatkowej. O ile nam wiadomo, ważność takich standardów nigdy nie była kwestionowana przez żadne władze inwestycyjne. Z punktu widzenia naszych oczekiwań co do dochodów *po odliczeniu podatku*, spółka Penn Central nie spełniła tych wymogów. Jednak nasze warunki opierają się na obliczonym przed odprowadzeniem podatku *pięciokrotnym* współczynniku, przy regularnym podatku dochodowym, potrącanym na koszty z odsetek z obligacji. W przypadku Penn Central *nie było mowy o płaceniu podatku dochodowego* przez ostatnie 11 lat! Z tego względu, koszty z odsetek przed odliczeniem podatku, były mniejsze niż dwukrotne – co daje liczbę całkowicie nieadekwatną co do naszych konserwatywnych oczekiwań na współczynnik pięciokrotny.

* Jak musiał być„zaszokowany" świat finansów bankructwem Penn Central, które dopełniło się w weekend 20 i 21 czerwca 1970 roku? Ostania transakcja na akcjach Penn Central przy zamknięciu sesji w piątek 19 czerwca 1970 roku, ustaliła cenę 11,25 dolara za sztukę – była to cena niemal jak na wyprzedaży. Już całkiem niedawno akcje takich spółek, jak Neron i WorldCom, dokonywały również sprzedaży po stosunkowo wysokich cenach, na krótko przed ogłoszeniem upadłości.

2. Fakt, że spółka nie płaciła podatku dochodowego przez tak długi okres, powinien wzbudzić poważne wątpliwości, co do *ważności* zadeklarowanych zysków.

3. Obligacje Penn Central mogły zostać zamienione w 1968 roku lub 1969 roku, bez poświęceń ze strony ceny albo dochodu, na znacznie lepiej zabezpieczone akcje. Na przykład, w 1969 roku, obligacje spółki Pennsylvania RR (wchodzącej w skład Penn Central), ze współczynnikiem $4^1/_2$ i okresem ważności do 1994 roku, miały wskaźnik od 61 do $74^1/_2$, podczas gdy wskaźnik obligacji Pennsylvania Electric Co., ze współczynnikiem $4^3/_8$ i okresem ważności do 1994 roku, wynosił od $64^1/_4$ do $72^1/_4$. Zysk z odsetek obligacji sektora użyteczności publicznej, wynosił w 1968 roku 4,20 razy przed odliczeniem podatku, a dla Penn Central tylko 1,98. W ciągu 1969 roku, wyniki tego ostatniego znacznie się pogorszyły. Wymiana tego rodzaju była bezsprzecznie konieczna i stanowiłaby wybawienie dla posiadaczy obligacji Penn Central (pod koniec 1970 roku, obligacje przewoźnika kolejowego ze wskaźnikiem $4^1/_4$, były w odwrocie i sprzedawały się za jedynie $18^1/_2$ dolara, podczas gdy cena obligacji przedsiębiorstw użyteczności publicznej, ze wskaźnikiem $4^3/_8$, stanęła na $66^1/_2$).

4. Spółka Penn Central zadeklarowała w 1968 roku zyski 3,80 dolara na akcję. Wysoka cena $86^1/_2$ dolara, jaką osiągnęły akcje w tym roku, była 24 razy wyższa od tego dochodu. Jednak żaden analityk znający się na rzeczy nie zastanawiałby się, jak można było zadeklarować „prawdziwe" dochody tego rodzaju, bez konieczności zapłacenia od nich podatku.

5. Od 1966 roku, spółka, po niedawno przeprowadzonej fuzji*, zadeklarowała zyski w wysokości 6,80 dolara na akcję, wskutek czego, akcje zwykłe osiągnęły później swą szczytową cenę $86^1/_2$ dolara. Była to wycena kapitału o wartości 2 mld dolarów. Ilu nabywców wiedziało wówczas, że tak wspaniałe dochody *poprzedzają* wyjątkowy zysk w wysokości 275 mln dolarów, czyli 12 dolarów za akcję, do wzięcia w 1971 roku, tytułem „kosztów i strat", poniesionych wskutek fuzji. O cudowny, zaczarowany świecie Wall Street, gdzie spółka może z jednej strony zgłosić „zyski" w wysokości 6,80 dolara na akcję, a z drugiej, „koszty i straty" wynoszące 12 dolarów na akcję, zaś akcjonariusze i gracze zacierają ręce z radości!**

* Penn Central była efektem fuzji, przeprowadzonej w 1966 roku, łączącej Pennsylvania Railroad i New York Central Railroad.

** Tego typu sztuczka rozliczeniowa, w której są wykazywane zyski, jak gdyby nie miały znaczenia „wyjątkowe", „nadzwyczajne", czy też „niespotykane" koszty, przewiduje pojawienie się rozliczeń finansowych „pro forma", które stały się popularne w późnych latach 90. ubiegłego wieku (zobacz: Komentarz do Rozdziału 12.).

6. Długo trwało, zanim analitycy dowiedzieli się, że obraz działania spółki Penn Central był fatalny, w porównaniu z bardziej dochodowymi przewoźnikami. Dla przykładu, jej wskaźnik transportu wynosił w 1968 roku 47,5%, podczas gdy sąsiednia spółka Norfolk&Western, osiągnęła 35,2%.*

7. Jednocześnie w tym czasie doszło do kilku osobliwych transakcji, o dziwnych konsekwencjach finansowych.[1] Szczegóły są jednak zbyt skomplikowane, by się w nie tu zagłębiać.

Wniosek: To, czy lepsze zarządzanie uchroniłoby Penn Central przed bankructwem, może być kwestią sporną. Nie ma jednak wątpliwości, że żadne obligacje i żadne akcje tej spółki, nie uchowałyby się po 1968 roku na żadnym z rachunków akcyjnych, nadzorowanych przez analityków giełdowych, menedżerów funduszy powierniczych, czy doradców inwestycyjnych. *Morał*: Analitycy giełdowi powinni wykonywać swoje podstawowe zadania, nim zaczną studiować ruchy na rynku, wpatrywać się w magiczną kryształową kulę, dokonywać zawiłych matematycznych kalkulacji, czy podejmować ryzykowne wycieczki.**

Ling-Temco-Vought Inc.

Jest to historia o karkołomnej ekspansji i karkołomnych długach, zakończona straszliwymi stratami i masą kłopotów finansowych. Jak to zwykle w takich przypadkach bywa, dobrze uczesany chłopiec czy „młody geniusz", jest głównym odpowiedzialnym, zarówno za wzniesienie wielkiego imperium, jak i jego upadek. Winę ponoszą jednak także inni.***

---

* „Wskaźnik transportu" linii kolejowej (dziś powszechniej używane jest określenie wskaźnik operacyjny), to wydatki na utrzymanie jej pociągów, podzielone przez całkowity dochód firmy. Im wyższy wskaźnik, tym mniej rentowny przewoźnik. Dzisiaj nawet wynik 70% można uznać za wspaniały.

** Dzisiaj Penn Central jest tylko wyblakłym wspomnieniem. W 1976 roku, spółka została wchłonięta przez Consolidated Rail Corp. (Conrail), spółkę holdingową z funduszami federalnymi, która wyratowała kilka upadłych linii kolejowych. Conrail wystawiła swe akcje na sprzedaż w 1987 roku, a w 1997 przejęły ją wspólnie CSX Corp. i Norfolk Southern Corp.

*** Ling-Temco-Vought Inc. założył w 1955 roku James Joseph Ling, przedsiębiorca z branży elektrycznej, który sprzedał swe pierwsze akcje warte milion dolarów, stając się sam dla siebie bankierem inwestycyjnym i rozprowadzając swoje broszury na stoisku, podczas targów Texas State Fair. Na fali sukcesu nabył kilkudziesiąt różnych spółek; płacąc za nie, prawie zawsze wykorzystywał akcje LTV. Im więcej spółek wchłaniała LTV, tym wyżej pięły się jej akcje, a im wyżej stały akcje, tym więcej spółek mogła kupić. W 1969 roku, firma zajęła 14. miejsce na liście 500 największych amerykańskich korporacji, stworzonej przez magazyn *Fortune*. Później, jak opisuje Graham, cały domek z kart zaczął się walić (LTV Corp., teraz działająca wyłącznie

Wzrost i upadek Ling-Temco-Vought, można podsumować, biorąc pod uwagę skondensowane rozliczenia dochodów oraz zestawienia bilansowe, z pięcioletniego okresu między 1958 rokiem, a 1970 rokiem. Wszystko to zawarte jest w Tabeli 17.1. Pierwsza kolumna pokazuje skromne początki spółki w 1958 roku, kiedy jej sprzedaż wynosiła tylko 7 mln dolarów. Następna zawiera liczby z 1960 roku, kiedy to przedsiębiorstwo rozrosło się dwudziestokrotnie w ciągu zaledwie dwóch lat, ale wciąż pozostawało stosunkowo małe. Potem przyszedł okres rozkwitu, przypadający na lata 1967 i 1968, gdy sprzedaż ponownie wzrosła 20 razy, do 2,8 mld dolarów, a zadłużenie w wysokości 44 mln dolarów, powiększyło się do groźnej kwoty 1,653 mln. W 1969 roku, doszło do nowych nabytków, dalszego wzrostu zadłużenia do sumy 1,865 mln dolarów, i zaczęły się duże problemy. Poważny spadek, po nadzwyczajnych osiągnięciach, pojawiał się w sprawozdaniach już od roku. Cena akcji, wynosząca w 1967 roku $169\frac{1}{2}$ dolara, spadła do 24 dolarów, a „młody geniusz" stracił stanowisko prezesa spółki. W 1970 roku, wyniki były jeszcze bardziej przerażające. Przedsiębiorstwo zgłosiło końcowe straty netto w kwocie blisko 70 mln dolarów, cena akcji spadła do $7\frac{1}{8}$ dolara, zaś największa emisja obligacji, została wyceniona na żałosne 15 centów. Ekspansywna polityka spółki, uległa gwałtownemu odwróceniu, rozmaite jej udziały zostały wystawione na sprzedaż, a największy wysiłek włożono w redukcję niebotycznych zobowiązań.

Liczby w tabeli jasno pokazują to, co zawarte jest w kilku komentarzach, które przytaczamy poniżej:

1. Okres ekspansji spółki nie przebiegał bez przeszkód. W 1961 roku, firma wykazywała niewielki deficyt operacyjny, ale – stosując praktykę, którą można było zauważyć później, w tak wielu sprawozdaniach po 1970 roku – zdecydowano oczywiście odłożyć wszystkie możliwe obciążenia i rezerwy na ten jeden zły rok.* Wzrosły one do sumy około 13 mln dolarów, co przerosło łączny zysk netto z trzech poprzednich lat. Wtedy spółka była gotowa do wykazania „rekordowych zysków" z 1962 roku.

---

w branży metalurgicznej, ogłosiła swą upadłość pod koniec 2000 roku). Spółki, które początkowo wzrastały dzięki przejmowaniu innych, są nazywane „seryjnymi nabywcami", a podobieństwo do określenia „seryjni mordercy", nie jest przypadkowe. Jak widać na przykładzie LTV, seryjni nabywcy, niemal zawsze, pozostawiają po sobie finansową śmierć i zniszczenie. Inwestorzy, którzy pojęli tę lekcję Grahama, mogli w latach 90. uniknąć takich gratek, jak Conseco, Tyco i WorldCom.

* Ta haniebna tradycja, ukrywania obrazu prawdziwych dochodów firmy, pod płaszczykiem kosztów restrukturyzacji, wciąż trwa. Kumulowanie wszystkich możliwych kosztów w ciągu jednego roku, jest czasem nazywane rachunkowością „wielkiej kąpieli" albo „kuchennego zlewu". Taka księgowa sztuczka, pozwala spółkom z łatwością ukazać swój pozorny wzrost w bieżącym roku, ale inwestorzy nie powinni tego mylić z prawdziwą kondycją firmy.

Tabela 17.1. Ling-Temco-Vought Inc. w latach 1958–1970 (kwoty w mln dolarów, prócz wskaźnika dochodu na akcję)

	1958	1960	1967	1969	1970
A. Wyniki z działalności operacyjnej					
Sprzedaż	6,9	143,0	1833,0	3750,0	374,0
Wartość netto przed odliczeniem podatku i odsetek	0,552	7,287	95,6	124,4	88,0
Koszt odsetek	0,1 (szac.)	1,5 (szac.)	17,7	122,6	128,3
Mnożnik zysku	(5,5×)	(4,8×)	(54×)	(1,02×)	(0,68×)
Podatek dochodowy	0,225	2,686	35,6	zaksięgowano 15,2	4,9
Pozycje specjalne				obciążenie 40,6	obciążenie 18,8
Wartość netto po odliczeniu pozycji specjalnych	0,227	3,051	34,0	obciążenie 38,3	obciążenie 69,6
Bilans akcji zwykłych	0,202	3,051	30,7	obciążenie 40,8	obciążenie 71,3
Zysk na akcję	0,17	0,83	5,56	deficyt 10,59	deficyt 17,18
B. Sytuacja finansowa					
Kapitał całkowity	6,4	94,5	845,0	2944,0	2582,0
Zobowiązania do spłaty w ciągu jednego roku	1,5	29,3	165,0	389,3	301,3
Zobowiązania długoterminowe	0,5	14,6	202,6	1500,8	1394,6
Akcje w rękach udziałowców	2,7	28,5	245,0[b]	deficyt 12,0[a]	deficyt 69,0[a]
Wskaźniki					
Aktywa bieżące a zobowiązania krótkoterminowe	1,27×	1,45×	1,80×	1,52×	1,45×
Kapitał a zobowiązania długoterminowe	5,40×	2,00×	1,20×	0,17×	0,13×
Zakres ceny rynkowej		28–20	$169^1/_2$–109	$97^3/_4$–$24^1/_8$	$29^1/_2$–$7^1/_8$

[a] Wyłączając dyskonto długu jako aktywa, a pomniejszone o akcje uprzywilejowane wartością wykupu.
[b] Publikowane w: credit. *dr.*: *def.*: deficit.

2. Pod koniec 1966 roku, wartość netto środków trwałych wynosiła 7,66 dolara w przeliczeniu na jedną akcję zwykłą (z uwzględnieniem pomnożenia akcji 3 do 2). Z tego względu, cena rynkowa akcji w 1967 roku, przekroczyła aż 22 razy (!) ówczesną deklarowaną wartość kapitału spółki. Pod koniec 1968 roku, zestawienie bilansowe wykazało 286 mln dolarów, dostępnych w 3 800 000 mln akcji zwykłych oraz akcji klasy AA, czyli około 77 dolarów w przeliczeniu na jedną akcję. Gdyby jednak od tego odjąć akcje uprzywilejowane w ich pełnej wartości, i pominąć elementy renomy oraz ogromny „kapitał"* obligacji z dyskontem, pozostałoby wszystkiego 13 mln

* Ten „kapitał obligacji z dyskontem" zdaje się oznaczać, że LTV zakupiła niektóre obligacje poniżej ich wartości nominalnej i traktowała tę obniżkę jako składnik kapitału, zakładając, że obligacje będą w końcu sprzedawane za swą wartość nominalną. Graham z tego kpi, ponieważ

dolarów, czyli zaledwie trzy dolary na akcję. Ten namacalny kapitał, został usunięty przez straty, jakie nastąpiły w ciągu kolejnych lat.

3. Pod koniec roku 1967, dwie z naszych najlepiej postrzeganych firm bankowych zaoferowały 600 000 akcji Ling-Temco-Vought po 111 dolarów za sztukę. Ich cena doszła do wysokiej kwoty $169^1/_2$ dolara. W ciągu niespełna trzech lat cena ta jednak spadła do $7^1/_8$ dolara.*

4. Pod koniec 1967 roku, pożyczki bankowe, osiągnęły sumę 161 mln dolarów, a rok później, wyniosły 414 mln – co powinno stanowić przerażającą liczbę. Na dodatek, zobowiązania długoterminowe, wyniosły 1,237 mln dolarów. W 1969 roku, połączone zadłużenie, dosięgło sumy 1,869 mln. Mogła to być najwyższa kwota łącznego zadłużenia, które kiedykolwiek osiągnęła jakaś spółka przemysłowa na świecie, poza pojedynczym wyjątkiem, niewzruszonej Standard Oil z Nowego Jorku.

5. Straty w 1969 i 1970 roku, znacznie przewyższyły łączne zyski od czasu założenia spółki.

MORAŁ: Pierwsze pytanie, jakie przychodzi nam na myśl w związku z historią Ling-Temco-Vought, dotyczy tego, jak komercyjni bankierzy mogli dać się przekonać do pożyczenia tej firmie tak ogromnych sum pieniędzy w okresie jej rozwoju. W 1966 roku, i wcześniej, pokrycie kosztów spółki w formie dochodów z odsetek nie spełniało tradycyjnych standardów i to samo dotyczyło stosunku kapitału obrotowego do zobowiązań krótkoterminowych oraz kapitału akcyjnego do całkowitego zadłużenia. Jednak w ciągu dwóch kolejnych lat, banki wspomogły przedsiębiorstwo dodatkowymi, blisko 400 mln dolarów, przeznaczonymi na przyszłą „dywersyfikację". Nie był to dla nich dobry interes, a jego następstwa okazały się jeszcze gorsze dla akcjonariuszy spółki. Jeśli przypadek Ling-Temco-Vought powstrzyma banki od wspierania nierozważnych ekspansji tego typu w przyszłości, może z niego wyniknąć nareszcie coś dobrego.**

rzadko kiedy można znaleźć sposób, by dowiedzieć się, jaka będzie cena rynkowa obligacji w wybranym dniu w przyszłości. Gdyby obligacje mogły być sprzedawane poniżej swej wartości nominalnej, „kapitał" ten byłby tak naprawdę zadłużeniem.

* Możemy sobie tylko wyobrazić, co Graham mógł myśleć na temat bankowych firm inwestycyjnych, które w grudniu 1998 roku, wypuściły do obiegu akcje InfoSpace Inc. Akcje te (biorąc pod uwagę późniejsze pomnożenia), zaczęły od ceny 31,25 dolara, a w marcu 2000 roku osiągnęły cenę 1305,32 dolara za akcję, a skończyły w 2002 roku kwotą 8,45 dolara.

** Graham mógłby być zawiedziony, choć na pewno nie zaskoczony, widząc jak banki komercyjne nieustannie wspierają „nierozważne ekspansje". Enron i WorldCom, dwie największe katastrofy w historii gospodarki, zyskały pomoc w postaci miliardów dolarów z pożyczek bankowych.

Przejęcie Sharon Steel przez NVF (rzecz warta zobaczenia)

Pod koniec 1968 roku, NVF Company była spółką o zobowiązaniach długoterminowych w wysokości 4,6 mln dolarów, 17,4 mln dolarów kapitału akcyjnego, sprzedaży wynoszącej 31 mln i dochodzie netto w kwocie 502 000 dolarów (przed udzieleniem specjalnego kredytu wynoszącego 374 000 dolarów). Branżę, w jakiej działała, określano „fibra i tworzywa sztuczne". Zarząd postanowił przejąć Sharon Steel Corp., która miała 43 mln dolarów zobowiązań długoterminowych, 101 mln dolarów kapitału akcyjnego, jej sprzedaż wynosiła 219 mln, a zyski netto 2 929 000 dolarów. Z tego też względu, spółka, którą NVF miała zamiar nabyć, przerastała ją siedmiokrotnie. Na początku 1969 roku, złożyła ofertę kupna wszystkich akcji Sharon. Warunki transakcji, w przeliczeniu na akcję, opiewały na 70 dolarów wartości nominalnej pięcioprocentowych obligacji niższego rzędu spółki NVF, z datą wymagalności na 1994 rok, plus warranty na zakup 1½ akcji NVF, w cenie 22 dolarów za każdą. Zarząd spółki Sharon wytrwale opierał się zakusom wcielenia, ale na próżno. NVF nabyła 88% akcji Sharon na warunkach oferty, emitując w związku z tym warte 102 mln dolarów pięcioprocentowe obligacje, wraz z warrantami na 2 197 000 swoich akcji. O ile oferta była w 100% wydajna, jak oczekiwało tego połączone przedsiębiorstwo, to w 1968 roku miało ono 163 mln dolarów zadłużenia, zaledwie 2,2 mln w rzeczywistym kapitale akcyjnym, a jego sprzedaż wyniosła 250 mln dolarów. Kwestia dochodów netto, mogłaby się okazać nieco skomplikowana, jednak firma określiła je później jako straty netto w wysokości 50 centów na jedną akcję NVF, przed zaciągnięciem nadzwyczajnego kredytu, i dochód netto w kwocie trzech centów na akcję po uzyskaniu tego kredytu.*

* W czerwcu 1972 roku (wkrótce po tym, jak Graham skończył pisać ten rozdział), sędzia federalny odkrył, że prezes NVF, Victor Posner, nieprawidłowo zarządził zasobami funduszu emerytalnego spółki Sharon Steel, „aby wspomóc połączone spółki w przejmowaniu innych przedsiębiorstw". W 1977 roku U.S. Securities and Exchange Commissions podtrzymała stały zakaz sądowy wobec Posnera, NVF i Sharon Steel, aby zapobiec przyszłym wykroczeniom przeciw prawu federalnemu, zakazującemu oszustw giełdowych. SEC ustaliła, że Posner oraz jego rodzina bezpodstawnie uzyskali 1,7 mln dolarów, pod postacią premii wypłacanych przez NVF i Sharon, zawyżał zysk spółki Sharon przed opodatkowaniem do kwoty 13,9 mln dolarów, fałszował remanenty i „przenosił dochody i zyski z jednego roku na inny". Sharon Steel, którą Graham opisał chłodno i sceptycznie, zyskała sobie wśród prześmiewców z Wall Stret nazwę „Share and Steel" *(dosł. „akcje i stal" – gra słów oparta na podobieństwie fonetycznym – przyp. tłum.)*. Posner stał się później główną siłą w fali przeprowadzanych pod presją wykupów pakietów kontrolnych i napastliwego przejmowania innych spółek, jaka ogarnęła Stany Zjednoczone w latach 80. XX wieku. Został również jednym z największych nabywców obligacji wysokiego ryzyka, wystawionych Drexel Burnham Lambert.

PIERWSZY KOMENTARZ: wśród wszystkich procesów przejęcia spółki, przeprowadzonych w 1969 roku, ten był bez wątpienia najbardziej ekstremalny pod względem swych finansowych dysproporcji. Zakupienie spółki oznaczało przejęcie odpowiedzialności za nowe, niezwykle zadłużone obligacje, a na dodatek zmieniło, obliczone w 1968 roku, wpływy z zysków na straty. Miarą nadszarpnięcia pozycji finansowej spółki przez to posunięcie jest fakt, że cena nowych, pięcioprocentowych obligacji nie wzrosła w roku ich emisji więcej, jak tylko o 42 centy, w przeliczeniu na każdego dolara. Mogłoby to wywołać poważne wątpliwości, co do pewności obligacji i przyszłości spółki, jakkolwiek zarząd, w rzeczywistości wykorzystał cenę obligacji, aby zabezpieczyć wysokość rocznego podatku dochodowego do około miliona dolarów.

Sprawozdanie za rok 1968, opublikowane po przejęciu spółki Sharon, zawierało skomasowany obraz jej wyników, obejmujący okres do końca roku. Zawierał on dwa najbardziej niezwykłe punkty:

1. Jako kapitał o wysokości 58 600 000 dolarów wymienione są tam „wydatki na odroczone zobowiązania". Suma ta jest większa, niż całość kapitału akcyjnego, którego wartość wynosiła 40 200 000 dolarów.

2. Bądź co bądź, w kapitale akcyjnym nie został ujęty punkt o wartości 20 700 000 dolarów, opisany jako „nadwyżka akcji w stosunku do kosztów inwestycyjnych w Sharon".

DRUGI KOMENTARZ: Jeśli wyeliminujemy wydatki z tytułu zadłużenia, występujące jako kapitał, na który raczej nie wyglądają, i włączymy inną pozycję do kapitału akcyjnego (gdzie powinien się normalnie znaleźć), otrzymamy wtedy bardziej realistyczne wyobrażenie faktycznego kapitału akcji NVF, mianowicie 2 200 000 dolarów. Dlatego też, pierwszym skutkiem transakcji była redukcja „prawdziwego kapitału" NVF z kwoty 17 400 000 mln do 2 200 000 dolarów, czyli z 23,71 dolara przypadających na akcję do około trzech, przy 731 000 akcji. Na dodatek, akcjonariusze NVF, dali innym prawo do zakupu na koniec 1968 roku, 3½ razy więcej dodatkowych akcji, notowanych o sześć punktów poniżej ceny rynkowej. Początkowa cena rynkowa warrantów, wynosiła wtedy około 12 dolarów za każdy, czyli w sumie około 30 mln za wszystkie te, które zostały uwzględnione w ofercie zakupu. W rzeczywistości, cena rynkowa warrantów znacznie przerosła całkowitą wartość rynkową akcji NVF, znajdujących się w rękach udziałowców – jeszcze jeden dowód przewrotnej natury tej transakcji.

Sztuczki rachunkowe

Kiedy przejdziemy od tego, sporządzonego pro forma, zestawienia bilansowego, do kolejnego sprawozdania rocznego, napotkamy kilka dziwnie wyglądających zapisów. Od kosztów oprocentowania podstawowego (ogromna suma 7 500 000 dolarów) odjęto kwotę 1 795 000 dolarów na „amortyzację wydatków na odroczone zobowiązania". Jednak to ostatnie, nie umywa się, do zadziwiającej w rzeczy samej, pozycji dotyczącej dochodów, która pojawia się w kolejnym wierszu. Jest to „amortyzacja środków własnych poza kosztami inwestycji w przedsiębiorstwo podporządkowane: zaksięgowano 1 650 000 dolarów". W jednym z przypisów, znajduje się nota, nie występująca w żadnym innym znanym mi sprawozdaniu – część kapitału akcyjnego jest tu określona jako realna wartość rynkowa warrantów wyemitowanych w połączeniu z nabyciem, itd. – 22 129 000 dolarów.

Cóż mogą oznaczać wszystkie te zapisy? O żadnym z nich nie ma nawet wzmianki w części opisowej sprawozdania za rok 1969. Doświadczony analityk giełdowy musi rozwiązać tę tajemnicę, używając niemal detektywistycznych metod. Może odkryć zasadniczą ideę, polegającą na osiągnięciu ulgi podatkowej wskutek niskiej ceny początkowej pięcioprocentowych obligacji. Czytelnikom, którzy mogą być zainteresowani tym przemyślnym układem, polecamy wyjaśnienia w Dodatku 6.

Inne niezwykłe punkty

1. Wkrótce po zamknięciu roku 1969, spółka kupiła nie mniej, jak 650 000 warrantów w cenie 9,38 dolara za każdy walor. Było to nadzwyczajne, jeśli zważymy, że sama NVF posiadała na koniec roku tylko 700 000 dolarów, a za to była zadłużona na 4 400 000 dolarów w 1970 roku (nie ma wątpliwości co do tego, że 6 mln dolarów, jakie zapłaciła za warranty, musiało zostać pożyczone); pod postacią tych warrantów spółka kupowała „papierowe pieniądze", podczas gdy jej pięcioprocentowe obligacje sprzedawały się za mniej niż 40 centów na każdego dolara wartości – zwykle jest to przestroga, że należy się spodziewać trudności finansowych.

2. Częściowo to równoważąc, spółka wycofała z obiegu obligacje o wartości 5 100 000 dolarów wraz z 253 000 warrantów, oferując możliwość wymiany na podobną liczbę akcji zwykłych. Było to możliwe, ponieważ, jak zrządził kaprys rynku giełdowego, ludzie sprzedawali pięcioprocentowe obligacje za mniej niż 40 centów na każdego dolara wartości, kiedy akcje zwykłe utrzymywały średnią cenę $13^1/_2$ dolara, bez wypłaty dywidend.

3. Plan operacyjny spółki dotyczył nie tylko sprzedaży akcji zatrudnionym w niej pracownikom, ale również sprzedawania im większej ilości *warrantów* na zakup akcji. Podobnie, jak w przypadku zakupów akcji, warranty miały kosztować 5% mniej przez wiele kolejnych lat. Jest to jedyny taki plan nabycia warrantów przez pracowników, o jakim nam wiadomo. Czy wkrótce ktoś wymyśli i będzie sprzedawał na raty prawo do zakupu prawa do zakupu akcji?

4. W 1969 roku, nowo przejęta Sharon Steel Co., zmieniła swą metodę ustalania kosztów planu emerytalnego, jak również zastosowała niższy współczynnik amortyzacji. Te zmiany w rachunkowości dodały około jednego dolara, w przeliczeniu na wartość każdej akcji, do zadeklarowanych dochodów NVF, przed jej osłabieniem.

5. Pod koniec 1970 roku, wydany przez Standard & Poor's *Stock Guide* donosił, że akcje NVF sprzedawały się ze współczynnikiem cena/zysk, wynoszącym tylko dwa, najniższym wśród wszystkich, liczących ponad 4 500 emisji notowanych w przewodniku. Jak mówi stare porzekadło z Wall Street, było to „znaczące, o ile prawdziwe". Współczynnik ten, był oparty na zamykającej rok cenie $8^3/_4$ dolara oraz wyliczonych „dochodach" wysokości 5,38 dolara na akcję, za okres 12 miesięcy, zakończony we wrześniu 1970 roku (przy takich wynikach akcje sprzedawały się z mnożnikiem zysków wynoszącym tylko 1,6). Wskaźnik ten, nie dopuszczał jednak wysokiego czynnika osłabienia*, również w obliczu niekorzystnych wyników, które ujawniły się naprawdę w ostatnim kwartale 1970 roku. Kiedy, ostatecznie, ukazały się dane liczbowe z całego roku, wykazały tylko 2,03 dolara dochodu w przeliczeniu na jedną akcję, zanim doszło do osłabienia oraz 1,80 dolara na akcję, uwzględniając osłabienie. Warto również zauważyć, że łączna cena rynkowa akcji i warrantów w tym czasie, wynosiła około 14 mln dolarów, co w zestawieniu ze zobowiązaniami z tytułu obligacji o wartości 135 mln, daje rzeczywiście skromny obraz kapitału.

* „Wysoki czynnik osłabienia" mógł zostać uruchomiony, gdyby pracownicy NVF wykorzystali swoje warranty na zakup akcji zwykłych. Wtedy spółka musiałaby wyemitować więcej akcji, a jej dochody netto musiałyby zostać podzielone przez wielką ilość akcji znajdujących się w posiadaniu udziałowców.

AAA Enterprises

Historia

Około 15 lat temu, student nazwiskiem Williams, zaczął sprzedawać domki na kółkach, zwane potem przyczepami kempingowymi.* W 1965 roku zarejestrował swoją działalność. W roku tym, sprzedał 5 800 000 przyczep i zarobił i zarobił 61 000 dolarów, przed odliczeniem podatku. W 1968 roku, przyłączył się do ruchu „licencyjnego" i zaczął sprzedawać innym prawo do sprzedawania swoich przyczep pod nazwą jego firmy. Wpadł również na pomysł uruchomienia działalności, przygotowującej zwroty podatku dochodowego, przysługujące na przyczepy kempingowe i biura. Stworzył spółkę pomocniczą o nazwie Mr. Tax of America i, oczywiście, zaczął sprzedawać licencje na wykorzystywanie pomysłu i nazwy. Zwiększył liczbę akcji swej spółki do 2 710 000 sztuk i był gotów do ich zaoferowania. Odkrył, m.in. że jeden z naszych największych domów maklerskich jest gotów przystąpić do współpracy. W marcu 1969 roku, wystawił na sprzedaż 500 000 akcji AAA Enterprises, po 13 dolarów każda. Zakupu 300 000 tych akcji Williams dokonał osobiście, a pozostałe 200 000 nabyła sama spółka, dodając w ten sposób 2 400 000 dolarów do swoich zasobów. Cena akcji gwałtownie podwoiła się do 28 dolarów, czyli wartość całego kapitału akcyjnego wyniosła 84 mln, na tle wartości księgowej w kwocie, powiedzmy, 4 200 000 dolarów, i maksymalnych deklarowanych dochodach w wysokości, powiedzmy, 690 000 dolarów. Z tego względu, akcje osiągnęły wartość 115 razy przewyższającą współczynnik bieżących (i najwyższych) dochodów, w przeliczeniu na akcję. Bez wątpienia Williams wybrał nazwę AAA Enterprises, aby mogła ona znaleźć się wśród pierwszych pozycji na żółtych stronach książki telefonicznej. Uboczny skutek był taki, że firmie przypadło pierwsze miejsce w *Stock Guide* Standard & Poor's. Jak w przypadku Abu-Ben-Adhema, wyprzedziła ona całą resztę.* Jest to powód, by wyróżnić tę spółkę jako kłopotliwy przykład „gorącej emisji".

Komentarz: Nie był to zły interes dla Williamsa. 300 000 akcji, które sprzedał, miały w grudniu 1968 roku wartość księgową 180 000 dolarów i zgarnął dzięki temu 20 razy więcej, czyli aż 3 600 000 dolarów. Gwaranci i dystrybutorzy, podzielili między siebie 500 000 dolarów.

1. Nie wyglądało to na tak cudowny interes dla klientów domów maklerskich. Zażądano od nich, by zapłacili kwotę około 10 razy większą od wartości księgowej akcji, po tym, jak przy pomocy ich własnych pieniędzy, dokonano operacji powiększenia kapitału, z 59 centów do 1,35 dolara na akcję.** Przed doskonałym rokiem 1968, dochody spółki stanowiła śmieszna kwota 7 centów na jedną akcję. Oczywiście istniały ambitne plany na przyszłość, ale od nabywców wymagano, by słono płacili, na korzyść spodziewanej realizacji planów.

2. Niemniej jednak, cena akcji wzrosła podwójnie wkrótce po pierwszej emisji i żaden z klientów domów maklerskich nie mógł przegapić tak pokaźnego zysku. Czy ten fakt mógł wpłynąć na sprzedaż akcji, czy też mógł uwolnić pierwszych dystrybutorów akcji od odpowiedzialności za publiczną ofertę i jej następstwa? Odpowiedzi nie są łatwe, ale pytania zasługują na dokładne rozważenie przez giełdowe i rządowe agencje nadzoru.***

* Jackie G. Williams założył AAA Enterprises w 1958 roku. W pierwszym dniu sprzedaży, ceny akcji spółki wzrosły o 56%, by stanąć na kwocie 20,25 dolara za jedną. Williams oznajmił później, że AAA wykorzystywała co miesiąc nową koncepcję licencyjną (gdyby ludzie wchodzili do swoich domków na kółkach, by odzyskać swój podatek dochodowy, odliczony przy pomocy doradców z biura rachunkowego „Mr. Tax of America", można sobie tylko wyobrazić, co jeszcze mogliby robić w tych przyczepach). Jednak spółce AAA zabrakło czasu i pieniędzy, zanim Williams wyczerpał swoje pomysły. Historia AAA Enterprises przypomina sagę działającej w późniejszym czasie spółki o charyzmatycznym zarządzie i nikłym kapitale – pod koniec lat 80. XX wieku, wartość rynkowa akcji ZZZZ Best sięgała prawie 200 mln dolarów, nawet mimo faktu, że cały interes tej zajmującej się odkurzaczami przemysłowymi spółki, składał się prawie tylko z wynajętego biura z telefonem, prowadzonego przez nastolatka nazwiskiem Barry Minkow. ZZZZ Best splajtowała, a Minkow trafił do więzienia. Nawet teraz, kiedy czytasz te słowa, powstaje właśnie kolejna, podobna spółka, a nowe pokolenie „inwestorów" zostanie wystawione do wiatru. Jednak nikt, kto czytał Grahama, nie powinien dać się nabrać.

* W wierszu *Abou Ben Adhem*, którego autorem jest angielski poeta romantyczny Leigh Hunt (1784–1859), sprawiedliwy muzułmanin widzi anioła piszącego w złotej księdze „imiona tych, którzy kochają Pana". Kiedy anioł oznajmia Abou, że jego imienia nie ma wśród nich, ten odpowiada „Błagam cię zatem, zapisz mnie jako jednego z tych, co kochają swoich bliźnich". Następnej nocy anioł wraca, by pokazać Abou księgę, w której teraz jego imię „wyprzedziło całą resztę".

** Kupując więcej akcji zwykłych, z nadwyżką w stosunku do ich wartości księgowej, inwestorzy powiększyli wartość kapitału akcyjnego spółki AAA w przeliczeniu na akcję. Jednak inwestorzy sami byli sobie winni, ponieważ wzrost kapitału akcyjnego wynikał przede wszystkim z tego, że ludzie mieli ochotę przepłacać kupując akcje.

*** Graham twierdzi, że banki inwestycyjne nie mają prawa czerpać zaszczytów z korzyści, jakie akcje o zawyżonej cenie mogą przynieść bezpośrednio po ich pierwszej publicznej ofercie, jeżeli nie chcą również świecić oczami za osiągnięcia akcji na dłuższą metę. Wiele początkowych ofert publicznych, pojawiających się w Internecie, wzrosło w 1999 roku i na początku 2000 roku o 1000% albo więcej, jednak większość z nich straciła więcej niż 95% w ciągu kolejnych trzech lat. W jaki sposób te pierwsze zyski, które przypadły kilku inwestorom, mogą usprawie-

Dalsze dzieje

Ze swym powiększonym kapitałem, AAA Enterprises stworzyła dwa dodatkowe kierunki działalności. W 1969 roku, spółka otworzyła sieć detalicznych sklepów z dywanami, a także kupiła fabrykę, która produkowała przyczepy kempingowe. Wyniki ogłoszone po pierwszych dziewięciu miesiącach nie były idealne, ale nieco lepsze niż rok wcześniej – 22 centy na jedną akcję w porównaniu z 14 centami. To, co nastąpiło w ciągu kolejnych miesięcy, było doprawdy niesamowite. Spółka straciła 4 365 000 dolarów, czyli 1,49 dolara na jedną akcję. Pochłonęło to cały jej kapitał sprzed transakcji, oraz 2 400 000 dolarów, uzyskane ze sprzedaży akcji, a także dwie trzecie kwoty, zadeklarowanej jako zysk z pierwszych dziewięciu miesięcy 1969 roku. Pozostało żałosne 242 000 dolarów, czyli 8 centów na akcję kapitału akcjonariuszy, którzy płacili po 13 dolarów za nową ofertę przed zaledwie siedmioma miesiącami. Niemniej jednak, na koniec 1969 roku, kurs zamknięcia akcji spółki wyniósł 8¹/₈, „wyceniając" wartość kapitału akcyjnego spółki na ponad 25 mln dolarów.

Dalszy komentarz:

1. Byłoby to zbyt wiele, aby uwierzyć, że spółka naprawdę zarobiła od stycznia do września 1969 roku 686 000 dolarów, a w ciągu trzech kolejnych miesięcy straciła 4 365 000 dolarów. W sprawozdaniu z 30 września ewidentnie jest coś podejrzanego.

2. Wynoszący 8¹/₈ kurs zamknięcia na koniec roku był wyraźniejszym pokazem zupełnego braku przemyśleń cen rynkowych, aniżeli początkowa oferowana cena 13 dolarów albo następująca po nich „gorąca emisja", która podniosła cenę do 28 dolarów. Ostatnie z tych liczb były przynajmniej wyrazem entuzjazmu i nadziei – nie miały wprawdzie wiele wspólnego z rzeczywistością czy zdrowym rozsądkiem, ale dawały się chociaż ogarnąć rozumem. Zamykająca rok, wycena na 25 mln dolarów, dotyczyła spółki, która straciła wszystko prócz skromnych resztek swego kapitału, której nieuchronnie zagrażał stan całkowitej niewypłacalności, a słowa „entuzjazm" czy „nadzieja" brzmiały jak gorzka ironia

dliwić całkowitą katastrofę, dotykającą miliony tych, którzy przyszli później? Wiele ofert początkowych miało tak naprawdę zaniżoną cenę, aby „sfabrykować" natychmiastowe zyski, które mogłyby zwrócić więcej uwagi na kolejną propozycję.

(to prawda, że liczby podsumowujące rok nie zostały opublikowane 31 grudnia, jednak to do powiązanych z Wall Street domów maklerskich, zajmujących się tą spółka, należy, aby mieć comiesięczne sprawozdania z jej działalności i dokładne pojęcie o tym, jak sprawy stoją).

Na zakończenie

W pierwszej połowie 1970 roku, spółka zgłosiła kolejne straty, wynoszące milion dolarów. W tym momencie miała już poważnych rozmiarów deficyt kapitałowy. Przed bankructwem chroniły ją pożyczki udzielone przez samego Williamsa, zawierające się w ogólnej sumie 2 500 000 dolarów. Żadne kolejne oświadczenia nie ukazały się aż do stycznia 1971 roku, kiedy to AAA Enterprises wypełniła w końcu wniosek o ogłoszenie upadłości. Notowania akcji na koniec miesiąca wynosiły nadal 50 centów na jedną akcję, czyli 1 500 000 dolarów w całej emisji, co było warte mniej więcej tyle samo, co ścienne tapety. Oto cała historia.

Morał i pytania: Publiczność grająca na giełdzie jest niepoprawna. Z punktu widzenia kategorii finansowych, ludzie ci potrafią zliczyć zaledwie do trzech. Kupują byle co, za jakąkolwiek cenę, jeżeli tylko zdają się dostrzegać jakieś postępowe ruchy. Postawią na jakąkolwiek spółkę kojarzoną z „licencjami", komputerami, elektroniką, nauką, technologią albo czymś tam jeszcze, na co akurat jest moda. Każdy z naszych czytelników, jako obdarzony wyczuciem inwestor, jest ponad takimi głupotami. Pozostaje jednak pytanie – czy odpowiedzialne domy maklerskie nie powinny odżegnywać się od reprezentowania takich przedsiębiorstw, z których dziewięć na dziesięć jest skazanych na klęskę? (Rzeczywiście było tak, kiedy autor w 1914 roku, rozpoczął swą karierę na Wall Street. W porównaniu z tym, mogłoby się wydawać, że w ciągu kolejnych 57 lat, standardy etyczne giełdy raczej podupadły niż wzrosły, niezależnie od wszystkich reform i kontroli). Czy SEC, może i powinna, udzielić innych, pozwalających na ochronę inwestorów uprawnień, prócz tych, jakie ma obecnie, i które ograniczają się do egzekwowania od spółek, zamieszczania w swoich ofertach wszystkich istotnych faktów? Czy niektóre zestawienia notowań ofert publicznych różnego rodzaju, powinny być zbierane i wydawane w jakiejś szczególnie rzucającej się w oczy formie? Czy każdy prospekt, a może nawet potwierdzenie sprzedaży na warunkach pierwotnej oferty, powinien zawierać formalną gwarancję, że cena oferty nie odbiega znacznie od wiodących cen akcji zbliżonego typu, które już umocniły się na rynku? Kiedy powstaje to wydanie książki,

wdrażane są już reformy, mające na celu zlikwidowanie nadużyć na Wall Street. Trudno będzie narzucić cenne zmiany na gruncie nowych ofert, ponieważ nadużycia w znacznej mierze są skutkiem głupoty i pazerności samych inwestorów. Sprawa ta jednak zasługuje na długie i staranne przemyślenie.*

* Pierwsze cztery zdania w tym podrozdziale można odczytać jako oficjalne epitafium dla internetowych i telekomunikacyjnych baloników, które pękły na początku 2000 roku. Podobnie, jak zamieszczane na każdej paczce papierosów ostrzeżenie ministra zdrowia, nie powstrzyma nikogo od palenia, tak samo żadne reformy przepisów nigdy nie będą w stanie zapobiec nadmiarowi czyjejś chciwości (nawet komunizm nie zdołał zdelegalizować „gospodarczych baniek mydlanych" – chiński rynek giełdowy zamknął pierwszą połowę 1999 roku z wynikiem 101,7%, a potem się załamał). Również banki inwestycyjne nie mogą być nigdy całkiem wolne od wewnętrznego przymusu sprzedawania jakichś tam akcji, za jakąś tam cenę, kiedy rynek wykazuje tendencje zniżkowe. Z tego kręgu może się wyłamać jedynie ktoś, kto jest inwestorem a zarazem doradcą finansowym. Opanowanie zasad Grahama (zawartych zwłaszcza w Rozdziałach 1., 8. i 20.) to na początek najlepszy sposób.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 17

Bóg mądrości, Odyn, przybył do króla trolli, zakuł go w kajdany i zażądał, by wyjaśnił mu, jak ład może zatriumfować nad chaosem. – Daj mi swoje lewe oko – powiedział troll – a wtedy ci powiem. Odyn bez wahania dał mu swe lewe oko. – Teraz mów – rozkazał. Troll odparł: – Należy patrzeć przy użyciu obydwojga oczu.

John Gardner

Im więcej się zmienia...

Graham podkreśla cztery skrajności:

- „chwiejny gigant" o wygórowanej cenie,
- zlepek rozrastających się imperiów,
- fuzja, w wyniku której mała firma wchłania wielką,
- początkowa oferta publiczna akcji z gruntu bezwartościowej spółki.

Ostatnie kilka lat dostarczyło nam tyle nowych przykładów takich skrajności, że można by nimi uzupełnić rozdziały Grahamowskiej encyklopedii. Oto przykład:

Jasne, że niejasne*

W połowie 2000 roku, Lucent Technologies Inc. miała więcej udziałowców, niż jakakolwiek inna spółka w Stanach Zjednoczonych. Przy wartości giełdowej, wynoszącej 192,9 mld dolarów, zajmowała 12. miejsce wśród najwyżej wycenianych spółek w Ameryce.

Co stanowiło uzasadnienie dla tak gigantycznej wyceny? Przyjrzyjmy się paru danym ze sprawozdania finansowego tej firmy, za kwartał rozliczeniowy, którego koniec przypada na 30 czerwca 2000 roku.*

* W oryginale gra słów z wykorzystaniem nazwy firmy Lucent, po angielsku „*przejrzysty*" – (przyp. tłum.).

** Dokument ten, podobnie jak wszystkie sprawozdania finansowe przytaczane w tym rozdziale, jest łatwo dostępny dla każdego dzięki bazie danych EDGAR, na stronie internetowej www.sec.gov.

Tabela 17.1. Lucent Technologies Inc.

	Dla kwartału zakończonego w dniu	
	30 czerwca 2000	30 czerwca 1999
Dochód		
Przychód	8 713	7 403
Dochód (strata) z bieżącej działalności	(14)	622
Dochód (strata) z zawieszonej działalności	(287)	141
Dochód netto	(301)	763
Aktywa		
Środki pieniężne	710	1 495
Wierzytelności	10 101	9 486
Wartość firmy	8 736	3 340[a]
Skapitalizowane koszty wdrożenia oprogramowania	576	412
Kapitał całkowity	46 340	37 156

Wszystkie liczby w mln dolarów.
[a] Inne składniki kapitału, włącznie z renomą.
Źródło: Kwartalne sprawozdania finansowe spółki Lucent (Form 10Q).

Bliższa lektura sprawozdania firmy Lucent wywołuje jazgot dzwonków alarmowych, niczym w centrali telefonicznej:

- Lucent nabywa właśnie firmę Chromatis Networks, będącą dostawcą sprzętu optycznego, za 4,8 mld dolarów – z czego 4,2 mld stanowi „renoma", czyli koszty poza wartością księgową. Spółka Chromatis zatrudniała 150 pracowników, nie miała żadnych klientów ani dochodów, zatem słowa „wartość firmy" wydają się tu dość niestosowne – być może określenie „kuferek z posagiem" będzie bardziej odpowiednie. O ile zalążkowe produkty firmy Chromatis się nie sprawdziły, Lucent mogła odwrócić tę reputację, zaliczając ją w poczet przyszłych zysków.

- Przypis ujawnia, że spółka Lucent pożyczyła 1,5 mld dolarów nabywcom swoich wyrobów. Jej zobowiązania opiewały na 350 mln dolarów w formie poręczeń za pożyczki, które gdzieś zaciągnęli jej klienci. Suma tych „rozliczeń z klientami" podwoiła się w ciągu roku – sugerując, że nabywcom brakuje pieniędzy, by kupować produkty Lucent. A co, gdyby zabrakło im pieniędzy, by spłacić swe długi?

- I na koniec, spółka Lucent zaliczyła koszty wdrożenia nowego oprogramowania do „środków trwałych". Czy nie należy tego potraktować jako codziennych wydatków, które powinny wynikać z zysków?

Wniosek: W sierpniu 2001 roku, Lucent zamknęła swój oddział Chromatis, po tym, jak jego produkty zainteresowały, rzekomo, zaledwie dwóch klientów.* W roku podatkowym 2001, Lucent wykazała straty w wysokości 16,2 mld dolarów, a w roku podatkowym 2002, straty spółki wyniosły kolejne 11,9 mld. Na straty te składało się 3,5 mld dolarów „prowizji od nieściągalnych długów i rozliczeń z klientami"; 4,1 mld dolarów „strat związanych z utratą wartości firmy" oraz 362 mln obciążeń, „związanych z wykorzystanym oprogramowaniem".

Akcje spółki Lucent, z których każda w dniu 30 czerwca 2000 roku, kosztowała 51,062 dolara, zamknęły 2002 rok z ceną 1,26 dolara – w ciągu dwu i pół roku doszło więc do straty wartości rynkowej w wysokości 190 mld dolarów.

Magik na zakupach

Aby opisać Tyco International Ltd., wystarczyłoby sparafrazować Winstona Churchilla, mówiąc, że nigdy tak wielu nie sprzedało tak wiele tak nielicznym. Od 1997 roku do 2001 roku ta korporacja z siedzibą na Bermudach, wydała w sumie ponad 37 mld dolarów – z czego większość stanowiły udziały w Tyco – kupując firmy w taki sposób, w jaki Imelda Marcos kupowała buty. Według rocznego sprawozdania, w samym tylko roku podatkowym 2000, Tyco weszła w posiadanie „około 200 spółek" – czyli, średnio, ponad jednej dziennie.

Z jakim skutkiem? Tyco rozrastała się w fenomenalnie szybkim tempie. W ciągu pięciu lat, jej dochody wzrosły od 7,6 mld do 34 mld dolarów, a 476 mln dolarów strat, zmieniło się w 6,2 mld dochodu netto. Nic więc dziwnego, że pod koniec 2001 roku, całkowita wartość rynkowa akcji wyniosła 114 mld dolarów.

Sprawozdania finansowe Tyco były jednak co najmniej tak samo przytłaczające, jak jej rozrost. Niemal co roku, prezentowały one wydatki powiązane z zakupami, idące w setki milionów dolarów. Wydatki te można podzielić na trzy kategorie:

1. koszty „fuzji", „restrukturyzacji" lub „inne jednorazowe" wydatki,
2. „koszty zużycia środków trwałych",
3. „kasacje nabytych środków w trakcie prac badawczo rozwojowych".

* Umorzenie zakupu Chromatis opisuje *The Financial Times*, 29 sierpnia 2001, str. 1., oraz 1 i 2 września 2001, str. XXIII.

Tabela 17.2. Tyco International Ltd.

Rok podatkowy	MORON	CHILLA	WOOPIPRAD
1997	918	148	361
1998	0	0	0
1999	1183	335	0
2000	4175	99	0
2001	234	120	184
W sumie	2510	702	545

Wszystkie liczby jak w oryginalnym sprawozdaniu, w setkach mln dolarów.
Podsumowania „fuzji i zakupów" nie uwzględniają podsumowania zestawień bilansowych.
Źródło: Roczne sprawozdania Tyco International (Form 10-K).

Aby uniknąć rozwlekłości, nazwijmy wydatki pierwszego rodzaju MORON, drugie CHILLA zaś trzecie WOOPIPRAD. Jak prezentują się one na przestrzeni czasu?

Jak widać, wydatki MORON – *które były uważane za jednorazowe* – ujawniają się na przestrzeni czterech czy pięciu lat, dochodząc do zapierającej dech kwoty 2,5 mld dolarów. CHILLA wzrastały niemal chronicznie, sięgając sumy ponad 700 mln dolarów. Koszty WOOPIPRAD doszły do kolejnego pół miliarda.*

Inteligentny inwestor mógłby zapytać:

- Jeżeli strategia Tyco, polegająca na rozwoju przedsiębiorstwa drogą kolejnych nabytków, była tak czystą koncepcją, jak to możliwe, że sprzątanie po niej pochłaniało średnio 750 mln dolarów rocznie?
- Jeżeli, co wydaje się jasne, Tyco nie była firmą zajmującą się wytwarzaniem, ale raczej kupowaniem innych spółek, których zadaniem była produkcja, dlaczego jej wydatki MORON określane są jako „jednorazowe"? Czy nie były one częścią normalnych kosztów działalności Tyco?
- Kiedy zaksięgowane koszty dawnych nabytków, przerastają dochody z każdego roku, któż może powiedzieć, co się wydarzy w kolejnym?

Tak naprawdę, inwestor nie mógłby nawet powiedzieć, jakie były zyski Tyco w przeszłości. W 1999 roku, po kontroli rachunkowości przeprowadzonej przez SEC, spółka Tyco dodała wstecznie koszty MORON o wysokości 257 mln dolarów, do wydatków z 1998 roku – twierdząc, że te „jednorazowe"

* Zaliczenie kosztów zakupów do WOOPIPRAD pozwoliło Tyco na zredukowanie części ceny zakupu, jako przypisanej do wartości firmy *(goodwill)*. Ponieważ koszty WOOPIPRAD można ponosić z góry, a renoma (zgodnie z obowiązującymi wówczas regułami rozliczania), musiała być odliczana przez wiele lat, manewr ten pozwolił Tyco zminimalizować wpływ, związanych z nią wydatków, na przyszłe dochody.

koszty powtórzyły się również w tym roku. W tym samym czasie, spółka zweryfikowała swoje pierwotnie zadeklarowane w 1999 roku, wydatki. Wskutek tego MORON zmalały do 929 mln dolarów, podczas gdy CHILA wzrosły do 507 mln.

Tyco bez wątpienia rozrastała się, jednak czy był to wzrost przynoszący zyski? Nikt z zewnątrz nie może być do końca pewien.

Wniosek: W roku rozliczeniowym 2002, spółka Tyco straciła 9,4 mld dolarów. Jej akcje, które zamknęły 2001 rok ceną 58,9 dolara, pod koniec 2002 roku kosztowały 17,08 dolara – w ciągu 12 miesięcy doszło do straty rzędu 71%.*

Płotka połyka wieloryba

10 stycznia 2000 roku, firmy America Online Inc. oraz Time Warner Inc. ogłosiły, że zamierzają przystąpić do fuzji, początkowo wycenianej na 156 mld dolarów.

Według stanu na 31 grudnia 1999 roku, kapitał spółki AOL wynosił 10,3 mld dolarów, a jej dochody w ciągu poprzednich 12 miesięcy sięgały 5,7 mld dolarów. Z drugiej strony, kapitał Time Warner, wynosił 51,2 mld dolarów, a dochody wynosiły 27,3 mld. Time Warner był spółką znacznie większą pod każdym względem, prócz jednego – wartości jej akcji. Ponieważ America Online, olśniła inwestorów po prostu tym, że działała w branży internetowej, wartość sprzedaży jej akcji 164 razy przekroczyła jej dochody. Sprzedaż udziałów spółki Time Warner, właściciela telewizji kablowej, producenta filmów i muzyki oraz wydawcy magazynów, przewyższyła jej dochody pięćdziesięciokrotnie.

Zapowiadając swoje połączenie, obie firmy nazwały je „strategiczną fuzją równych sobie". Prezes Time Warner, Gerard M. Levin, oświadczył, że „możliwości są nieograniczone dla każdego, kto zwiąże się z AOL Time Warner" – a przede wszystkim, jak dodał, dla jej akcjonariuszy.
Uradowani faktem, że ich akcje mogłyby wreszcie otrzymać status internetowego faworyta, udziałowcy Time Warner jednogłośnie zaaprobowali połączenie. Przeoczyli jednak kilka rzeczy:

* W 2002 roku, były dyrektor naczelny Tyco, L. Dennis Kozlowski, został oskarżony przez władze stanowe i federalne o oszustwa związane z podatkiem dochodowym oraz niewłaściwe zarządzanie kapitałem spółki na swą własną korzyść, włącznie z przywłaszczeniem sobie 15 tys. dolarów na stojak do parasoli oraz 6 tys. dolarów na obudowę kabiny prysznicowej. Kozlowski zaprzeczył wszystkim zarzutom.

- Ta „fuzja równych sobie" miała dać akcjonariuszom America Online 55% udziałów w połączonej spółce – nawet jeśli Time Warner był pięć razy większy.
- Po raz drugi, w ciągu trzech lat, U.S. Securities and Exchange Commission badała, czy spółka America Online nieprawidłowo rozliczyła swoje koszty marketingowe.

Niemal połowa całego kapitału America Online – o wartości 4,9 mld dolarów – składała się z „dostępnych w sprzedaży papierów wartościowych". Gdyby cena sprzedawanych publicznie akcji spadła, mogłoby to zneutralizować większość podstaw kapitału spółki.

Wniosek: 11 stycznia 2001 roku, obie firmy dokonały fuzji. AOL Time Warner straciła w 2001 roku 4,9 mld dolarów i – w najbardziej gigantycznej stracie, jaką kiedykolwiek odnotowała jakaś korporacja – kolejne 98,7 mld w 2002 roku. Większość strat pochodziła z odliczenia wartości America Online. Na koniec 2002 roku, udziałowcy, którym Levin wróżył „nieograniczone" możliwości, nie mieli do pokazania nic poza utratą wartości akcji, wynoszącą blisko 80%, od czasu, kiedy fuzja została po raz pierwszy zapowiedziana.*

Czy można nie ukończyć przedszkola dla inwestorów?

20 maja 1999 roku, spółka eToys Inc., publicznie sprzedała 8% swoich akcji. Cztery najbardziej prestiżowe banki inwestycyjne z Wall Street – Goldman, Sachs & Co.; BancBoston Robertson Stephens; Donaldson, Lufkin & Jenrette oraz Merill Lynch & Co., przyjęły do ubezpieczenia 8 320 000 sztuk akcji po 20 dolarów każda, co dawało kwotę 166,4 mln dolarów. Akcje wystrzeliły w górę, zamykając pierwszy dzień sprzedaży ceną 76,5625 dolara, czyli osiągnęły zysk wysokości 282,8%. Przy takiej cenie akcje eToys (z pakietem 102 mln akcji) osiągnęły wartość rynkową 7,8 mld dolarów.**

* Odsłona: Jason Zweig jest pracownikiem Time Inc., dawniej oddziału Time Warner, który obecnie stanowi część AOL Time Warner Inc.

** Oferta firmy eToy miała okładkę, która w stylu komiksu pokazywała, o ile łatwiej jest kupić zabawkę za pośrednictwem serwisu internetowego eToy niż w tradycyjnym sklepie. Jak powiedział Gail Bronson, analityk z firmy IPO Monitor, w wywiadzie udzielonym dla Associated Press, a w dniu przedstawienia oferty akcji tej spółki: – Rozwój eToys jest bardzo, bardzo zmyślnie przeprowadzony i czyni z tej firmy internetowe centrum dla dzieci. Bronson dodaje również: – Tajemnica sukcesu początkowej oferty publicznej, zwłaszcza dla przedsiębiorstwa internetowego, to dobry marketing i marka. Analityk częściowo miał rację. Taki jest właśnie sekret powodzenia początkowej oferty publicznej spółki emitującej akcje oraz jej bankierów. Niestety, z punktu widzenia inwestorów, sekretem tym są dochody, którymi eToy nie mogła się wykazać.

Jaki interes ubili nabywcy, płacąc taką cenę? Sprzedaż akcji eToys wzrosła w poprzednim roku o 4,261%, a w samym tylko poprzednim kwartale spółka zyskała 75 000 klientów. Jednak, w ciągu tych 20 miesięcy działalności, całkowita sprzedaż eToys wyniosła 30,6 mln dolarów, a straty netto 30,8 mln – co oznaczało, że dla uzyskania jednego dolara ze sprzedaży zabawek spółka wydawała dwa dolary.

Prospekt początkowej oferty publicznej ujawnił również, że eToys podjęła pewne działania w celu przejęcia innej spółki internetowej, Baby-Center Inc., która straciła 4,5 mln dolarów z 4,8 mln zysku, osiągniętego w poprzednim roku (aby sięgnąć po ten smakowity kąsek eToys musiała wydać zaledwie 205 mln dolarów). Spółka eToys „zarezerwowała" akcje zwykłe o wartości 40,6 mln dolarów, na emisję w przyszłości. Jeśli, zatem, firma ta kiedykolwiek zarobiła pieniądze, jej dochód netto powinien zostać rozdzielony nie między 102 mln akcji, ale między 143 mln – zakładając pomnożenie przeszłej emisji o jakąś jedną trzecią.

Porównanie eToys z jej największym rywalem, Toys "R" Us Inc., jest szokujące. W poprzednich trzech miesiącach dochód netto Toys "R" Us wyniósł 27 mln dolarów, a w okresie tym firma sprzedała 70 razy więcej, niż eToys w ciągu całego minionego roku. A przecież, jak pokazuje Tabela 17.3., wartość rynkowa akcji eToys była o 2 mln dolarów *wyższa* od Toys "R" Us.

WNIOSEK: 7 marca 2001 roku, spółka eToys ogłosiła swą upadłość, kiedy wartość straty netto, podczas jej krótkiego żywota spółki akcyjnej, przekroczyła 398 mln dolarów. Akcje tej firmy, które jeszcze w październiku 1999 roku, osiągały cenę 86 dolarów za jedną, teraz sprzedawały się za grosze.

Tabela 17.3. Toy Story

	eToys Inc.	Toys „R" Us Inc.
	rok podatkowy zakończony 31.03.1999	kwartał podatkowy zakończony 01.05.1999
Sprzedaż netto	30	2166
Dochód netto	(29)	27
Środki pieniężne	20	289
Kapitał całkowity	31	8067
Wartość rynkowa akcji zwykłych (20.05.1999)	7780	5650

Wszystkie kwoty w mln dolarów.
Źródło: U.S. Securities and Exchange Commission.

ROZDZIAŁ 18

Porównanie ośmiu par spółek

W rozdziale tym, pokusimy się o wykorzystanie nowej formy prezentacji. Wybierając osiem par spółek, które zdają się występować blisko siebie na liście notowań giełdowych, mamy nadzieję wytłumaczyć w sposób konkretny i przejrzysty niektóre z licznych różnorodnych cech, strukturę finansową, politykę, osiągnięcia i nietrwałość przedsiębiorstw, a także orientacji inwestycyjnych i spekulacyjnych, jakie dały się zauważyć w ostatnich latach na scenie finansowej. W każdym z porównań, nasze komentarze skupiają się tylko na tych aspektach, które mają szczególne znaczenie.

Para I: Real Estate Investment Trust (sklepy, biura, wytwórnie itd.) i Realty Equities Corp. of New York (inwestycje w nieruchomości oraz branżę budowlaną)

W tym pierwszym zestawieniu odstępujemy od zasady porządku alfabetycznego, z której korzystamy w pozostałych przypadkach. Ma to specjalne znaczenie, ponieważ zdaje się zwięźle wyrażać wszystko to, co z jednej strony jest rozsądne, pewne i ogólnie rzecz biorąc dobre, w zarządzaniu pieniędzmi innych ludzi – w przeciwieństwie do drugiej spółki i jej lekkomyślnej ekspansji, finansowych sztuczek i gwałtownych przemian, tak często spotykanych w działalności dzisiejszych firm. Oba przedsiębiorstwa mają podobne nazwy i od wielu lat pojawiały się obok siebie na liście American Stock Exchange. Ich symbole na wydruku notowań – REI i REC – łatwo można byłoby ze sobą pomylić. Jednak pierwsze z nich to poważny trust z Nowej Anglii, zarządzany przez trzech administratorów, działający już od niemal stulecia, i dywidendach regularnie wypłacanych od 1889 roku. Od początku należał do roztropnych spółek inwestycyjnych, utrzymujących

swoją ekspansję w umiarkowanym zakresie, a jego zadłużenie to liczby, które bez trudu daje się opanować.*

Druga firma jest typową, błyskawicznie powstałą spółką, z siedzibą w Nowym Jorku, która w ciągu ośmiu lat pomnożyła swój kapitał z 6,2 mln do 154 mln dolarów, i w podobnej proporcji swoje zadłużenie. Zaczynając od zwyczajnych transakcji związanych z nieruchomościami, przedsiębiorstwo to stało się zbiorem różnych spółek, zawierającym dwa tory wyścigowe, 74 kina, trzy agencje wydawnicze, firmę zajmującą się kształtowaniem wizerunku publicznego, hotele, supermarkety i 26% udziałów w dużej firmie kosmetycznej (która zbankrutowała w 1970 roku).** Temu zlepkowi różnych form działalności, towarzyszył szereg odpowiednio różnorodnych planów gospodarczych, włącznie z następującymi:

1. Akcje uprzywilejowane, uprawniały do rocznej dywidendy w kwocie 7 dolarów, ale ich wartość nominalna wynosiła tylko 1 dolar, i obciążone były zobowiązaniami w wysokości 1 dolara na akcję.
2. Wartość akcji zwykłych, ustalona na kwotę 2 500 000 dolarów (1 dolar na akcję), znacznie ustępowała, wynoszącej 5 500 000 dolarów, cenie 209 000 odkupionych akcji.
3. Trzy serie warrantów opcji akcyjnych, uprawniających do zakupu w sumie 1 578 000 akcji.
4. Co najmniej sześć różnych rodzajów obligacji, w formie zastawów hipotecznych, skryptów dłużnych, weksle dopuszczone do obrotu publicznego, weksle wystawione bankom, „kwity, pożyczki, zobowiązania zapłaty" oraz zobowiązania wobec Small Business Administration, dające w sumie ponad 100 mln dolarów, według stanu na marzec 1969 roku. Na dodatek, firma ta była obciążona codziennymi podatkami i innymi płatnościami.

Najpierw zaprezentujemy kilka liczb, dotyczących działalności obu tych przedsiębiorstw w 1960 roku (Tabela 18.1A). Wynika z nich, że wartość sprzedaży akcji Trust, dziewięciokrotnie przewyższyła łączną wartość akcji Equities. Spółka Trust, miała stosunkowo mniejsze zadłużenie i lepszy stosunek netto do brutto, ale cena akcji zwykłych była wyższa w stosunku do dochodów w przeliczeniu na akcję.

* Graham opisuje tutaj Real Estate Investment Trust, który został w 1983 roku wchłonięty przez San Francisco Real Estate Investors po cenie 50 dolarów za akcję. Kolejny akapit zawiera omówienie Realty Equities Corp. of New York.

** Aktor Paul Newman, przez krótki okres był głównym akcjonariuszem Realty Equities Corp. of New York, po tym, jak w 1969 roku spółka ta kupiła jego wytwórnię filmową Kayos Inc.

Tabela 18.1A. Para 1. Real Estate Investment Trust kontra Realty Equities Corp. w 1960 roku (w dolarach)

	Real Estate Investment Trust	Realty Equities Corp. of New York
Przychody brutto	3 585 000	1 484 000
Dochód netto	485 000	150 000
Zysk na akcje	0,66	0,47
Dywidenda na akcję	brak	0,10
Wartość księgowa na akcję	20	4
Przedział cenowy	20–12	$5\frac{3}{8}$–$4\frac{3}{4}$
Aktywa ogółem	22 700 000	6 200 000
Pasywa ogółem	7 400 000	5 000 000
Wartość księgowa akcji zwykłych	15 300 000	1 200 000
Średnia wartość rynkowa akcji zwykłych	12 200 000	1 360 000

Tabela 18.1B ukazuje sytuację zaistniałą około osiem lat później. Spółka Trust „utrzymywała swój spokojny kurs", rozwijając zarówno swoje dochody, jak i zysk przypadający na akcję o jakieś trzy czwarte.* Realty Equities przeobraziła się jednak w bezbronnego giganta.

Jak Wall Street zareagowała na te różnorodne osiągnięcia? Poświęcając spółce Trust tak mało uwagi, jak to tylko możliwe i skupiając się na Realty Equities. W 1968 roku ta druga podskoczyła z 10 do $37\frac{3}{4}$ i podniosła notowania swych warrantów z 6 do $36\frac{1}{2}$, przy łącznej sprzedaży 2 420 000 akcji. Kiedy to nastąpiło, akcje Trust spokojnie awansowały z 20 do $30\frac{1}{4}$, czyli przy umiarkowanym natężeniu wzrostu. Zestawienie bilansowe spółki Equities z marca 1969 roku, ukazało wartość kapitału wynoszącą tylko 3,41 dolara na akcję, czyli mniej niż jedna dziesiąta najwyższej ceny jej akcji w tym roku. Wartość księgowa akcji Trust wynosiła 20,85 dolara.

W następnym roku stało się jasne, że z wizerunkiem Equities wszystko jest nie tak, a cena akcji tej spółki spadła do $9\frac{1}{2}$ dolara. Kiedy ukazało się sprawozdanie za marzec 1970 roku, akcjonariusze byli wstrząśnięci dowiedziawszy się, że przedsiębiorstwo poniosło straty netto w wysokości 13 200 000 dolarów, czyli 5,17 dolara na akcję, na dobrą sprawę unicestwiając wątłe zasoby akcji zwykłych (ta katastrofalna liczba zawierała kwotę 8 800 000 dolarów, zarezerwowanych na straty inwestycyjne w przyszłości). Niemniej jednak, na koniec roku podatkowego, zarząd spółki odważnie zaoferował dodatkowe dywidendy po 5 centów. Na horyzoncie pojawiły się jednak kolejne kłopoty. Rewidenci księgowi spółki, odmówili uznania deklaracji fi-

* Jako wielki miłośnik poezji, Graham cytuje tu *Elegy Written in a Country Churchyard* Thomasa Graya.

Tabela 18.1B. Para 1.

	Real Estate Investment Trust	Realty Equities Corp. of New York
Cena 31 grudnia 1968	$26\frac{1}{2}$	$32\frac{1}{2}$
Liczba akcji zwykłych	1 423 000	2 311 000 (marzec 1969)
Wartość rynkowa akcji zwykłych	37 800 000 dol.	75 000 000 dol.
Szacowana wartość rynkowa warrantów	–	30 000 000[a]
Szacowana wartość rynkowa akcji zwykłych i warrantów	–	105 000 000
Zadłużenie	9 600 000	100 800 000
Akcje uprzywilejowane	–	2 900 000
Całkowita kapitalizacja	47 400 000 dol.	208 700 000 dol.
Wartość rynkowa na akcję zwykłą, dostosowana do warrantów	–	45 (szacowane)
Wartość księgowa na akcję	20,85 dol. (listopad)	3,41 dol.
	listopad 1968	marzec 1969
Przychody	6 281 000 dol.	39 706 000 dol.
Odsetki netto	2 696 000	11 182 000
Płatności z tytułu odsetek	590 000	6 684 000
Podatek dochodowy	58 000[b]	2 401 000
Dywidendy akcji uprzywilejowanych		174 000
Netto dla akcji zwykłych	2 048 000	1 943 000
Pozycje specjalne	245 000 zaksięgowano	1 896 000 obciążenie
Ostateczna wartość netto dla akcji zwykłych	2 293 000	47 000
Zysk na akcję przed odliczeniem pozycji specjalnych	1,28 dol.	1,00 dol.
Zysk na akcję po odliczeniu pozycji specjalnych	1,45	0,20
Dywidenda na akcje zwykłe	1,20	0,30
Zysk z tytułu odsetek	1,6×	1,8×

[a] Istniała możliwość nabycia warrantów na zakup 1 mln 600 tys. albo więcej akcji w różnych cenach. Notowana emisja sprzedawała się po $30\frac{1}{2}$ dolara za warrant.
[b] Jako spółka obracająca nieruchomościami, przedsiębiorstwo to nie podlegało w 1968 roku podatkowi dochodowemu.

nansowych za lata 1969–1970, a losy akcji stały się zależne od ich sprzedaży na American Stock Exchange. Na rynku pozagiełdowym, oferowana cena spadła poniżej 2 dolarów za akcję.*

* Realty Equities została skreślona z notowań New York Stock Exchange we wrześniu 1973 roku. W 1974 roku U.S. Securities & Exchange Commission skierowała przeciw księgowym spółki pozew o oszustwa finansowe. Założyciel Realty Equities, Morris Karp, przyznał się później do kradzieży mienia dużej wartości. W latach 1974–1975 nadmierne zadłużenie, krytykowane przez Grahama, doprowadziło do kryzysu finansowego wśród dużych banków, które udzieliły sporych pożyczek większości przebojowych spółek obracających nieruchomościami.

Po 1969 roku, akcje Real Estate Investment Trust, doświadczyły typowych wahań cen. Najniższa z nich wynosiła 16¹/₂ dolara w 1970 roku, a na początku 1971 roku nastąpiła poprawa i wzrosła ona do 26⁵/₆ dolara. Najnowsze zadeklarowane dochody wynosiły 1,5 dolara na akcję, a cena sprzedaży akcji umiarkowanie przekraczała ich wartość księgową z 1970 roku, czyli 21,6 dolara. Wartość udziałów tej spółki mogła jakoś przekroczyć rekordową wysokość z 1968 roku, ale akcjonariusze byli uczciwie i rzetelnie obsługiwani przez swych administratorów. Inna, bardziej przykra, jest za to historia Real Estate Equities.

Para 2: Air Products and Chemicals (gazy przemysłowe i medyczne itd.) oraz Air Reduction Co. (gazy przemysłowe i wyposażenie; środki chemiczne)

Te dwie firmy, nawet bardziej niż pierwsza para, są do siebie podobne pod względem nazwy i profilu działalności. Dlatego też, ich zestawienie stanowi typowy przykład analizy papierów wartościowych, podczas gdy większość innych par jest bardziej heteroklityczna w swej naturze.* Products to spółka młodsza od Reduction, mająca w 1969 roku „moc" przeszło o połowę mniejszą od innych.** Niemniej jednak, papierów wartościowych tej spółki sprzedano łącznie o 25% więcej niż akcji Air Reduction. Jak pokazuje Tabela 18.2., powodów takiego stanu rzeczy można szukać zarówno w większej rentowności, jak i w bardziej dynamicznej historii rozwoju Air Reduction. Można na tym przykładzie zaobserwować typowe konsekwencje lepszej prezentacji „jakości". Wartość sprzedaży akcji Air Products przekroczyła 16¹/₂ razy jej ostatnie dochody, podczas gdy w przypadku Air Reduction mnożnik ten wyniósł jedynie 9,1. Również sprzedaż udziałów Air Products, przekraczała znacznie ich zaplecze kapitałowe, za to akcje Air Reduction można było nabyć za jedyne 75% ich wartości księgowej.*** Spółka Air Reduction wypłacała bardziej obfite dywidendy, ale można by to uznać za wyraz większego zapotrzebowania ze strony tej spółki, do zachowania swych dochodów. Air Reduction znajdowała się również w dogodniejszej sytuacji, jeżeli chodzi o kapitał obrotowy (w tej kwestii należy dodać, że do-

* „Heteroklityczny" to pojęcie z klasycznej greki, którego Graham używa na określenie niezwykłości i nieprawidłowości.
** Pojęcie „mocy" według Grahama odnosi się do sprzedaży albo dochodów całkowitej sumy pieniędzy w działalności każdej spółki.
*** „Zaplecze kapitałowe" i wartość księgowa to synonimy. W Tabeli 18.2. relację ceny do wartości kapitałowej czy księgowej, można uzyskać dzieląc pierwszą linijkę („Cena 31 grudnia 1969") przez „wartość księgową na akcję".

Tabela 18.2. Para 2.

	Air Products & Chemicals 1969	Air Reduction 1969
Cena 31 grudnia 1969	39¹/₂	16³/₈
Liczba akcji zwykłych	5 832 000[a]	11 279 000
Cena rynkowa akcji zwykłych	231 000 000 dol.	185 000 000 dol.
Zadłużenie	113 000 000 dol.	179 000 000 dol.
Całkowita kapitalizacja na rynku	344 000 000 dol.	364 000 000 dol.
Wartość księgowa na akcję	22,89 dol.	21,91 dol.
Sprzedaż	221 500 000 dol.	487 600 000 dol.
Dochód netto	13 639 000 dol.	20 326 000 dol.
Zysk na akcję w 1969	2,40 dol.	1,80 dol.
Zysk na akcję w 1964	1,51	1,51
Zysk na akcję w 1959	0,52	1,95
Bieżąca stawka dywidend	0,20	0,80
Wypłaty dywidend od:	1954	1917
Wskaźniki		
Cena/zysk	16,5×	9,1×
Cena/wartość księgowa	165,0%	75,00%
Stopa dywidendy	0,5%	4,90%
Wartość netto/sprzedaż	6,2%	4,25%
Zysk/wartość księgowa	11,0%	8,20%
Aktywa bieżące/zobowiązania krótkoterminowe	1,53×	3,77×
Kapitał obrotowy/zadłużenie	0,32×	0,85×
Wzrost dochodów na akcję		
1969 a 1964	+59%	+19%
1969 a 1959	+362%	spadek

[a] Z uwzględnieniem zamiany akcji uprzywilejowanych.

chodowa spółka może zawsze ukształtować swoją aktualną pozycję, za pomocą pewnej formy ciągłego inwestowania. Jednak według naszych standardów, Air Products miała cokolwiek nadmierne zobowiązania).

Gdyby od analityka zażądać, aby wybierał między tymi dwiema spółkami, mógłby on nie dostrzec różnicy, dochodząc do wniosku, że oferty Air Products wyglądają bardziej obiecująco niż te wydane przez Air Reduction. Czy sprawia to jednak, że akcje Air Products są bardziej atrakcyjne przy ich znacznie wyższej cenie? Wątpimy, czy na to pytanie można udzielić rozstrzygającej odpowiedzi. Ogólnie rzecz biorąc, Wall Street przedkłada „jakość" nad „ilość" i przypuszczalnie większość analityków giełdowych byłaby skłonna opowiedzieć się za „lepszą", choć droższą Air Products niż „gorszą" i tańszą Air Reduction. Czy wybór ten okaże się trafny, czy też nie, bar-

dziej chyba zależy od nieprzewidywalnej przyszłości, niż od dających się uzasadnić reguł inwestowania. W tym przypadku Air Reduction okazuje się być zależna od grupy liczących się spółek o niskim współczynniku. Jeżeli, jak zdają się dowodzić badania, do których nawiązaliśmy wcześniej*, jest możliwe, że grupa ta *w całości* spisze się lepiej niż akcje o wysokim współczynniku, to zgodnie z logiką Air Reduction powinna zyskać pierwszeństwo – lecz tylko jako część zróżnicowanego przedsięwzięcia (bezkompromisowe badanie poszczególnych spółek może również doprowadzić analityka do odwrotnego wniosku, jednak musiałoby to być spowodowane czymś więcej, niż przyczynami widocznymi w osiągnięciach z przeszłości).

Konsekwencje: Spółka Air Products, wykazując spadek 16%, stała pod koniec 1970 roku lepiej niż Air Reduction, której akcje spadły o 24%. Tym niemniej, Reduction znacznie lepiej wkroczyła w rok 1971, o niemal 50% przekraczając swoje notowania z końca 1969 roku, podczas gdy w Products wzrost ten wyniósł 30%. W tym przypadku, akcje o niskim współczynniku zyskały przewagę, przynajmniej na jakiś czas.**

Para 3: American Home Products Co. (lekarstwa, kosmetyki, artykuły gospodarstwa domowego, słodycze) oraz American Hospital Supply Co. (dystrybutor i wytwórca zaopatrzenia i wyposażenia szpitali)

Pod koniec roku 1969 istniały dwie spółki o „wartości miliarda dolarów", reprezentujące różne działy dynamicznie rozwijającej się i niezwykle dochodowej „branży zdrowotnej". Będziemy nazywać je odpowiednio Home i Hospital. Wybrane dane dotyczące każdej z nich, zawiera Tabela 18.3. Łączyły je korzystne cechy, takie jak: znakomity rozwój, bez pogorszeń od 1958 roku (to znaczy 100% stabilności zysków) oraz silna kondycja finansowa. Tempo wzrostu spółki Hospital, aż do końca 1969 roku, było znacznie wyższe, niż w przypadku Home. Z drugiej strony Home cieszyła się dużo

* Graham powołuje się na własne badania wartościowych akcji, które omawia w Rozdziale 15., str. 352. Odkąd Graham zakończył swe badania, znaczna część opracowań naukowych potwierdziła, że akcje wartościowe cechują się ponad przeciętnym wzrostem w długim horyzoncie inwestycyjnym (większość najlepszych współczesnych badań z zakresu finansów, zawiera niezależne potwierdzenie tego, do czego Graham doszedł dziesiątki lat temu). Przykładem tego jest opracowanie *Characteristics, Covariances and Average Returns: 1929–1997*, którego autorami są James L. Davis, Eugene F. Fama i Kenneth R. Frencz, dostępne na http://papers.ssrn. com.

** Air Products and Chemicals Inc. nadal istnieje jako emitent akcji znajdujących się w publicznym obrocie i notowana jest w indeksie Standard & Poor's 500. Air Reduction stało się w 1978 roku, całkowicie zależną filią The BOC Group (znanej obecnie jako British Oxygen).

Tabela 18.3. Para 3.

	American Home Products 1969	American Hospital Supply 1969
Cena 31 grudnia 1969	72	45 1/8
Liczba akcji zwykłych	52 300 000	33 600 000
Cena rynkowa akcji zwykłych	3 800 000 000 dol.	1 516 000 000 dol.
Zadłużenie	11 000 000	18 000 000
Całkowita kapitalizacja na rynku	3 811 000 000	1 34 000 000
Wartość księgowa na akcję	5,73 dol.	7,84 dol.
Sprzedaż	1 193 000 000 dol.	446 000 000 dol.
Dochód netto	123 300 000	25 000 000
Zysk na akcję w 1969	2,32 dol.	0,77 dol.
Zysk na akcję w 1964	1,37	0,31
Zysk na akcję w 1959	0,92	0,15
Bieżąca stawka dywidend	1,40	0,24
Wypłaty dywidend od:	1919	1947
Wskaźniki		
Cena/zysk	31,0×	58,5×
Cena/wartość księgowa	1250,0%	575,00%
Stopa z dywidendy	1,9%	0,55%
Wartość netto/sprzedaż	10,7%	5,60%
Zysk/wartość księgowa	41,0%	9,50%
Aktywa bieżące/zobowiązania krótkoterminowe	2,6×	4,5×
Wzrost zysków na akcję		
1969 a 1964	+75%	+142%
1969 a 1959	+161%	+405%

wyższą rentownością, zarówno pod względem sprzedaży, jak i kapitału* (istotnie, stosunkowo niski dla spółki Hospital wskaźnik zysków do kapitału w roku 1969 – zaledwie 9,7%, prowokuje intrygujące pytanie, czy wówczas działalność ta była faktycznie tak bardzo dochodowa, niezależnie od jej znaczącego tempa wzrostu sprzedaży i zysków).

Kiedy weźmiemy pod uwagę zestawienie cen, Home zaoferowała znacznie więcej, jeśli chodzi o bieżące (i przeszłe) zyski i dywidendy. Bardzo niska wartość księgowa spółki Home, ukazuje zasadniczą wieloznaczność, czyli sprzeczność w analizie akcji zwykłych. Z jednej strony oznacza to, że spółka osiąga wysokie dochody od kapitału – co ogólnie rzecz biorąc jest oznaką siły i dobrobytu. Z drugiej jednak znaczy, że przy bieżącej cenie, inwestor byłby szczególnie narażony na jakiekolwiek zmiany w dochodach

* Rentowność można określić, jako wartość mierzoną zyskiem ze sprzedaży oraz zyskiem z odsetek, w oparciu o część Tabeli 18.3. poświęconą współczynnikom. „Wartość netto/sprzedaż" określa zyski ze sprzedaży, „zysk/wartość księgowa" określa zyski z odsetek.

spółki. Ponieważ w 1969 roku, cena akcji Hospital przewyższała czterokrotnie ich wartość księgową, tę ostrzegawczą wzmiankę należy zastosować do obydwu spółek.

Wnioski: Ostateczna konkluzja jest taka, że obie spółki były zbyt „bogate", jeśli chodzi o bieżące ceny ich akcji, aby brali je pod uwagę inwestorzy, którzy postanowili stosować się do naszych zasad selekcji zachowawczej. Nie oznacza to jednak, że były one mniej obiecujące. Problem polega raczej na tym, że ich ceny zawierały zbyt wiele „obietnic", a nie dość autentycznych wyników. Po połączeniu, cena z 1969 roku odzwierciedlała niemal pięciomiliardową wartość renomy. Ile trzeba by jeszcze lat doskonałych zysków, aby „urzeczywistnić" ten czynnik renomy w formie dywidend albo środków trwałych?

Krótkoterminowe konsekwencje: Pod koniec 1969 roku, rynek poświęcił zdecydowanie więcej uwagi perspektywom zysków z akcji spółki Hospital, dając jej prawie dwa razy wyższy mnożnik, niż Home. Tak się złożyło, że wyróżnione akcje wykazały w 1970 roku mikroskopijny *spadek* dochodów, podczas gdy Home osiągnęła przyzwoite 8% wzrostu, cena rynkowa akcji Hospital zareagowała znacząco na to krótkotrwałe rozczarowanie. W lutym 1971 sprzedawały się one po 32 dolary jedna – co dawało 30% straty – tymczasem notowania Home nieznacznie przekraczały odpowiadający im poziom.*

Para 4: H&R Block Inc. (obsługa podatku dochodowego) oraz Blue Bell Inc. (producent odzieży roboczej, mundurów itd.)

Spółki te okazały się stosunkowo nowe na New York Stock Exchange, gdzie zaprezentowały dwie różne historie sukcesu. Blue Bell przeszła ciężką drogę w bardzo konkurencyjnej branży, w której ostatecznie stała się największym przedsiębiorstwem. Jej dochody ulegały pewnym zmianom wraz z warunkami panującymi w branży, ale ich wzrost zapoczątkowany w 1965 roku okazał się imponujący. Działalność spółki sięgała 1916 roku, a nieprzerwana wypłata jej dywidend trwała od 1923 roku. Pod koniec 1969 roku, emisja akcji nie wywołała entuzjazmu na rynku giełdowym, zatem współczynnik cena/zysk wynosił zaledwie 11, podczas gdy w indeksie S&P 500 miał on wartość 17.

* Spółka American Home Products Co. znana jest dziś pod nazwą Wyeth, jej akcje notowane są w indeksie Standard & Poor's 500. American Hospital Supply została w 1985 roku kupiona przez Baxter Healthcare Corp.

Dla kontrastu, rozwój H&H Block miał charakter zawrotny. Pierwsze publiczne dane na temat spółki pojawiają się dopiero w 1961 roku, kiedy zarobiła 83 000 dolarów, przy dochodzie 610 000 dolarów. Jednak osiem lat później, czyli w czasie, na który przypada nasze porównanie, jej dochód wzrósł do 53,6 mln dolarów, a zysk netto wyniósł 6,3 mln dolarów. W tym okresie, stosunek rynku do tego znakomitego przedsiębiorstwa, okazał się co najmniej ekstatyczny. Sięgająca 55 dolarów, pod koniec 1969 roku, cena akcji przekraczała stukrotną wartość zysków z ostatnich 12 miesięcy – co oczywiście stanowiło wynik najwyższy do tej pory. Łączna wartość rynkowa emisji akcji, wynosząca 300 mln dolarów, przewyższała niemal 30 razy wartość środków trwałych.* Było to prawie niespotykane w dziejach poważnych wycen rynku giełdowego (w owym czasie sprzedaż akcji IBM przekraczała wartość księgową około dziewięć razy, a Xeroksa 11 razy).

Tabela 18.4. przedstawia na przykładzie współczynników oraz wartości podanych w dolarach, nadzwyczajne rozbieżności w porównawczych wycenach spółek Block i Blue Bell. To prawda, Block dwukrotnie przekroczyła dochodowość wykazaną przez Blue Bell w dolarach z odsetek, a jej procentowy wzrost dochodów na przestrzeni ostatnich pięciu lat (począwszy praktycznie od zera), był znacznie wyższy. Jednak jako spółka akcyjna, Blue Bell sprzedawała za mniej niż jedną trzecią całkowitej wartości osiąganej przez Block, chociaż miała cztery razy więcej transakcji, jej dochody z akcji były $2^1/_2$ razy większe, $5^1/_2$ razy więcej zainwestowała w środki trwałe i dawała dziewięciokrotnie wyższy dochód z dywidend.

Wskazane wnioski: Doświadczony analityk mógłby przyznać, że spółka Block miała ogromny rozmach, co wróżyło jej znakomite perspektywy przyszłego wzrostu. Mogłoby go niepokoić zagrożenie poważną konkurencją w dziedzinie usług rachunkowych, zwabioną pokaźnymi zyskami z odsetek, osiąganymi przez Block.[1] Mając jednak na uwadze ciągłe sukcesy w wysoce konkurencyjnych dziedzinach, takich wybitnych spółek, jak Avon Products, powinien się zawahać przed wróżeniem rychłego obniżenia krzywej wzrostu spółki Block. Przede wszystkim powinien się martwić, czy wycena spółki na kwotę 300 mln dolarów nie jest już pełna, a być może zawyżona, jeśli chodzi o to, czego można by się całkiem rozsądnie spodziewać po tej

* „Niemal 30 razy" znajduje swoje odzwierciedlenie w Tabeli 18.4., gdzie w pozycji współczynniki – „cena/wartość księgowa" pojawia się wynik 2920%. Graham pokręciłby głową ze zdziwienia na przełomie 1999 i 2000 roku, kiedy wiele spółek z branży technicznej sprzedawało swoje akcje przekraczając setki razy wartość swego kapitału (więcej w komentarzu do tego rozdziału). Pomówmy o rzeczach „prawie niespotykanych w dziejach poważnych wycen rynku giełdowego!". H&R Block jest nadal spółką o sprzedawanych publicznie udziałach, a Blue Bell stała się w 1984 roku własnością prywatną, przy cenie akcji wynoszącej 47,50 dolara.

Tabela 18.4. Para 4.

	H&R Block 1969	Blue Bell 1969
Cena 31 grudnia 1969	55	49¾
Liczba akcji zwykłych	5 426 000	1 802 000[a]
Cena rynkowa akcji zwykłych	298 000 000 dol.	89 500 000 dol.
Zadłużenie	–	17 500 000
Całkowita kapitalizacja na rynku	298 000 000	107 000 000
Wartość księgowa na akcję	1,89 dol.	34,54 dol.
Sprzedaż	53 600 000	202 700 000
Dochód netto	6 380 000	7 920 000
Zysk na akcję w 1969	51 dol. (październik)	4,47 dol.
Zysk na akcję w 1964	0,07	2,64
Zysk na akcję w 1959	–	1,80
Bieżąca stopa dywidendy	0,24	1,80
Wypłaty dywidend od:	1962	1923
Wskaźniki		
Cena/zysk	108,0×	11,2×
Cena/wartość księgowa	2920,0%	142,0%
Zyski z dywidend	0,4%	3,6%
Wartość netto/sprzedaż	11,9%	3,9%
Zysk/wartość księgowa	27,0%	12,8%
Aktywa bieżące/zobowiązania krótkoterminowe	3,2×	2,40×
Kapitał obrotowy/zadłużenie	brak zadłużenia	3,75×
Wzrost zysków na akcję		
1969 a 1964	+630%	+68%
1969 a 1959	–	+148%

[a] Z uwzględnieniem zamiany akcji uprzywilejowanych.

wyjątkowej firmie. Z drugiej strony, analityk nie powinien mieć większych trudności z zarekomendowaniem Blue Bell jako odpowiedniej spółki, o całkiem przystępnej cenie.

Następstwa do marca 1971: Bliski paniki rok 1970, obciął jedną czwartą ceny akcji Blue Bell i około jednej trzeciej ceny akcji Block. Obie spółki połączyła potem niezwykła poprawa ogólnej sytuacji rynkowej. W lutym 1971 roku, cena akcji Block wzrosła do 75 dolarów, jednak Blue Bell osiągnęła znacznie więcej – dochodząc do równowartości 109 dolarów (po pomnożeniu trzy do dwóch). Oczywiście akcje Blue Bell okazały się pod koniec 1969 roku lepszym zakupem niż Block. Jednakże fakt, że spółka Block była w stanie awansować o jakieś 35% od tej najwyraźniej sztucznie zawyżonej wartości, oznacza, jak ostrożni muszą być analitycy i inwestorzy, chcący obracać akcjami dobrych spółek – zarówno w słowach, jak i w czynach – niezależnie od tego, jak wysokie mogą wydawać się notowania*.

Para 5: International Flavors & Fragrances (przyprawy itd., dla innych firm) oraz International Harvester Co. (producent samochodów ciężarowych, maszyn rolniczych i budowlanych)

To zestawienie powinno przynieść więcej niż jedną niespodziankę. Każdy zna spółkę International Harvester, jednego z 30 gigantów notowanych w indeksie DJIA.** A ilu czytelników słyszało kiedykolwiek o International Flavors & Fragrances, najbliższym sąsiedzie spółki Harvester na liście NYSE? Choć zabrzmi to dziwnie, sprzedaż IFF pod koniec 1969 roku miała większą wartość rynkową niż sprzedaż spółki Harvester – 747 mln dolarów kontra 710 mln dolarów. Jest to tym bardziej zadziwiające, kiedy uzmysłowimy sobie, że kapitał akcyjny spółki Harvester siedemnastokrotnie przewyższał kapitał Flavors, zaś roczna sprzedaż była wyższa aż 27 razy. Tylko trzy lata wcześniej *zysk netto* spółki Harvester był większy, niż *sprzedaż* Flavors w 1969 roku! Jak doszło do takich nadzwyczajnych rozbieżności? Odpowiedź tkwi w dwóch magicznych słowach: dochodowość i rozwój. Flavors miała znaczące osiągnięcia w obu tych kategoriach, podczas gdy Harvester pozostawiała tu wiele do życzenia.

Cała historię zawiera Tabela 18.5. Znajdziemy tam Flavors oraz jej sensacyjne zyski ze sprzedaży w wysokości 14,3% (przed odprowadzeniem podatku dochodowego 23%), zestawione ze skromnymi 2,6% spółki Harvester. Podobnie, Flavors zyskała 19,7% na swoim kapitale akcyjnym, przy tym 5,5% osiągnięte przez Harvester prezentuje się mizernie. W ciągu pięciu lat, dochód netto Flavors niemal się podwoił, natomiast w przypadku Harvester, praktycznie stał w miejscu. Zestawienie lat 1969 i 1959 daje podobne wyniki. Takie różnice w wydajności stworzyły typową dla rynku giełdowego rozbieżność w wycenie. Sprzedaż spółki Flavors w 1969 roku

* Graham wyczula czytelników na pewną formę „przesądu hazardzisty", dającą inwestorowi przekonanie, że akcje o zawyżonej wartości muszą spaść z ceny tylko dlatego, że są wysoko wycenione. Tak, jak nie będzie bardziej prawdopodobne, by moneta odwróciła się reszką do góry, kiedy w dziewięciu kolejnych rzutach wypadł orzeł, również akcje o zawyżonej wartości (albo rynek giełdowy!) mogą pozostać w takim stanie przez zaskakująco długi czas. Sprawia to, że krótka sprzedaż (*short selling*) albo zakładanie, że ich cena spadnie, jest zbyt ryzykowne dla zwykłych śmiertelników.

** Spółka International Harvester była spadkobiercą McCormick Harvesting Machine Co., wytwórcy żniwiarek marki McCormick, które pomogły zmienić środkowozachodnie stany w „spichlerz świata". W latach 70. jednak, International Harvester popadła w poważne tarapaty i w 1985 roku odsprzedała swoją wytwórnię sprzętu rolniczego firmie Tenneco. Po zmianie nazwy na Navistar, pozostałość spółki została w 1991 roku usunięta z indeksu Dow Jones (mimo, że nadal była notowana w indeksie S&P 500). Całkowita wartość rynkowa spółki International Flavors & Fragrances, również wchodząca w skład S&P 500, wynosiła na początku 2003 roku 3 mld dolarów, w porównaniu z 1,6 mld spółki Navistar.

Tabela 18.5. Para 5.

	International Flavors & Fragrances 1969	International Harvester 1969
Cena 31 grudnia 1969	65½	24¾
Liczba akcji zwykłych	11 400 000	27 329 000
Cena rynkowa akcji zwykłych	747 000 000 dol.	710 000 000 dol.
Zadłużenie	4 000 000	313 000 000
Całkowita kapitalizacja na rynku	751 000 000	1 023 000 000
Wartość księgowa na akcję	6,29 dol.	41,70 dol.
Sprzedaż	94 200 000 dol.	2 652 000 000 dol.
Dochód netto	13 540 000	63 800 000
Zysk na akcję w 1969.	1,19 dol.	2,30 dol.
Zysk na akcję w 1964.	0,62	3,39
Zysk na akcję w 1959	0,28	2,83
Bieżąca stopa dywidendy	0,50	1,80
Wypłaty dywidend od:	1956	1910
Wskaźniki		
Cena/zysk	55,0×	10,7×
Cena/wartość księgowa	1050,0%	59,0%
Zyski z dywidend	0,9%	7,3%
Wartość netto/sprzedaż	14,3%	2,6%
Zysk/wartość księgowa	19,7%	5,5%
Aktywa bieżące/zobowiązania krótkoterminowe	3,7×	2,0×
Kapitał obrotowy/zadłużenie	wysokie	1,7×
Wzrost zysków na akcję		
1969 a 1964	+93%	+9%
1969 a 1959	+326%	+39%

przekroczyła 55 razy jej ostatnie zadeklarowane zyski, podczas gdy w przypadku Harvester mnożnik ten wynosił zaledwie 10,7. Analogicznie, wycena Flavors była 10,4 razy większa od jej wartości księgowej, natomiast akcje Harvester sprzedawały się przy 41% *rabacie* od ich wartości netto.

Komentarze i wnioski: Przede wszystkim należy zauważyć, że sukces rynkowy spółki Flavors, całkowicie opierał się na rozwijaniu jej podstawowej działalności, przy czym nie wchodziły tu w grę żadne machinacje, plany zakupów, przekapitalizowane struktury finansowe oraz inne, typowe w ostatnich latach dla Wall Street, praktyki. Spółka trzymała się po prostu swego niebywale dochodowego działania i na tym właściwie polegał jej sukces. Historia spółki Harvester prowadzi do kilku pytań, lecz nie mają one również nic wspólnego z „wielkimi finansami". Dlaczego tak dużo wielkich spółek okazało się względnie niedochodowych, nawet w trakcie tak wielu

lat ogólnego powodzenia? Jakaż to przewaga dokonywać transakcji na ponad 2½ mld dolarów, skoro przedsiębiorstwo nie jest w stanie zarobić tyle, by poprzeć inwestycje akcjonariuszy? Nie do nas należy szukanie rozwiązania tego problemu. Twierdzimy jednak uparcie, że nie tylko zarząd, lecz również zwyczajni udziałowcy powinni być świadomi jego istnienia, a samo rozwiązanie wymaga starań najtęższych mózgów.* Z punktu widzenia selekcji akcji zwykłych, również same akcje nie byłyby w stanie spełnić naszych standardów dotyczących rozsądnego, w miarę atrakcyjnego i umiarkowanego cenowo inwestowania. Flavors była typową, cieszącą się błyskotliwymi sukcesami, wysoko wycenianą spółką, zaś osiągnięcia Harvester były zbyt przeciętne, by uczynić jej akcje naprawdę atrakcyjnymi, nawet po obniżonej cenie (bez wątpienia w tym samym rozsądnym przedziale cenowym znajdowały się lepsze oferty).

Następstwa do roku 1971: Niska cena akcji Harvester w końcu 1969 roku, uchroniła je przed późniejszym poważnym spadkiem, jaki nastąpił w pechowym roku 1970. Straciły one wtedy tylko kolejne 10% wartości. Akcje Flavors okazały się bardziej wrażliwe i ich wartość spadła do 45 dolarów, co daje stratę 30%. Później obie firmy odzyskały dobre wyniki, przekraczając nawet swe notowania z końca 1969 roku, jednak wkrótce cena akcji Harvester spadła znów do 25 dolarów.

Para 6: McGraw Edison (sektor użyteczności publicznej i produkcja sprzętu gospodarstwa domowego) oraz McGraw-Hill, Inc. (książki, filmy, systemy instruktażowe, wydawca magazynów i gazet, serwisy informacyjne)

Ta para o podobnych nazwach – które dalej skrócimy do Edison i Hill – to duże i cieszące się powodzeniem przedsiębiorstwa, działające w zupełnie różnych dziedzinach. Jako datę naszego porównania, zaprezentowanego w Tabeli 18.6., wybraliśmy 31 grudnia 1968 roku. Ich akcje były sprzedawane za mniej więcej taką samą cenę, jednak z powodu większej kapitalizacji, akcje Hill zostały wycenione dwukrotnie wyżej. Różnica ta powinna okazać się czymś zaskakującym, bowiem spółka Edison miała o 50% wyższą sprzedaż i o jedną czwartą większy dochód netto. W rezultacie okazuje się, że

* Więcej refleksji Grahama na temat aktywności akcjonariuszy, zawiera Komentarz do Rozdziału 19. Krytykując Harvester za odmowę zwiększenia roli udziałowców, Graham, w zagadkowy sposób, przewidział przyszłe zachowania zarządu tej spółki. W 2001 roku, większość akcjonariuszy Navistar, głosowała za zniesieniem ograniczeń, dotyczących ofert przejęcia firmy poprzez wykupienie całości bądź większości udziałów, zarząd jednak nie przychylił się do wdrożenia tego wniosku. Jest godne uwagi, że skłonności antydemokratyczne w niektórych firmach trwają od dziesięcioleci.

Tabela 18.6. Para 6.

	McGraw Edison 1968	McGraw-Hill 1968
Cena 31 grudnia 1969	$37^5/_8$	$39^3/_4$
Liczba akcji zwykłych	13 717 000	24 200 000[a]
Cena rynkowa akcji zwykłych	527 000 000 dol.	962 000 000 dol.
Zadłużenie	6 000 000	53 000 000
Całkowita kapitalizacja na rynku	533 000 000	1 015 000 000
Wartość księgowa na akcję	20,53 dol.	5,00 dol.
Sprzedaż	568 600 000 dol.	398 300 000 dol.
Dochód netto	33 400 000	26 200 000
Zysk na akcję w 1968	2,44 dol.	1,13 dol.
Zysk na akcję w 1963	1,20	0,66
Zysk na akcję w 1958	1,02	0,46
Bieżąca stopa dywidendy	1,40	0,70
Wypłaty dywidend od:	1934	1937
Wskaźniki		
Cena/zysk	15,5×	35,0×
Cena/wartość księgowa	183,0%	795,0%
Zyski z dywidend	3,7%	1,8%
Wartość netto/sprzedaż	5,8%	6,6%
Zysk/wartość księgowa	11,8%	22,6%
Aktywa bieżące/zobowiązania krótkoterminowe	3,95×	1,75×
Kapitał obrotowy/zadłużenie	wysokie	1,75×
Wzrost zysków na akcję		
1968 a 1963	+104%	+71%
1968 a 1958	+139%	+146%

[a] Z uwzględnieniem zamiany akcji uprzywilejowanych.

podstawowy współczynnik – mnożnik dochodów – był ponad dwa razy większy dla Hill. Fenomen ten daje się wytłumaczyć przede wszystkim trwałym i silnym entuzjazmem, i częściowo przejawia się w nastawieniu rynku do akcji spółek wydawniczych, z których kilka weszło do publicznego obiegu pod koniec lat 60.*

W rzeczywistości, pod koniec 1968 roku stało się jasne, że entuzjazm był przesadzony. Akcje spółki Hill osiągały w 1967 roku cenę 56 dolarów, czterdziestokrotnie przekraczając zadeklarowane zyski z roku 1966. W 1967 roku pojawił się jednak niewielki spadek, który przeszedł na kolejny rok. Z tego też względu, ówczesny wysoki mnożnik o wartości 35 odnosił się do spółki, która miała już za sobą dwuletni okres słabnących zysków. Niemniej jednak, jej akcje były wyceniane ponad ośmiokrotnie wyżej od wartości ich zaplecza w postaci środków trwałych, wskazując na to, że wartość godziwa sięga miliarda dolarów! Dlatego też cena zdawała się być ilustracją słynnego zdania doktora Johnsona: „Triumf nadziei nad doświadczeniem".

* McGraw-Hill nadal jest spółką, której akcje znajdują się w publicznym obiegu, a także właścicielem, m.in. magazynu *Business Week* i Standard & Poor's Corp. McGraw Edison jest obecnie oddziałem Cooper Industries.

Dla kontrastu, notowania akcji spółki Edison wyglądały rozsądnie w odniesieniu do (wysokiego) poziomu rynku oraz do ogólnej wydajności i pozycji finansowej firmy.

Następstwa do początku roku 1971: Obniżenie dochodów spółki McGraw Hill trwało przez 1969 rok i 1970 rok, spadając do wartości 1,02, a potem 0,82 dolara na akcję. Na skutek klęski, jaka nastąpiła w maju 1970 roku, cena jej akcji przeżyła katastrofalne załamanie, spadając do 10 dolarów – co stanowiło mniej niż jedną piątą tej ceny sprzed dwóch lat. Później nastąpiła znaczna poprawa, jakkolwiek szczyt, jaki odnotowano 24 maja 1971 roku, wciąż wynosił zaledwie 60% ceny zamykającej rok 1968. Spółka McGraw Edison spisała się lepiej, spadając w 1970 roku do 22 dolarów i odzyskując całkowicie cenę $41^1/_2$ dolara w maju 1971 roku.*

McGraw-Hill nadal jest silną i obiecującą spółką. Jednak historia jej cen stanowi przykład, jak w wielu innych przypadkach, spekulatywnego hazardu w obrocie akcjami, tworzonego przez Wall Street na skutek nieujarzmionych fal optymizmu i pesymizmu.

Para 7: National General Corp. (duża korporacja) oraz National Presto Industries (różne urządzenia elektryczne, zaopatrzenie wojska)

Te dwie spółki stają do porównania przede wszystkim dlatego, że są tak różne. Będziemy je nazywać General i Presto. Na okres porównania wybraliśmy koniec 1968 roku, ponieważ odliczenia dokonane przez General w 1969 roku sprawiają, że dane z tego okresu są zbyt niejasne. Jeszcze rok wcześniej, trudno było delektować się pełnym smakiem zakrojonej na szeroką skalę działalności General, ale był on już na tyle złożony, by można było go wyczuć. Skrócony opis w *Stock Guide* głosi: „Ogólnokrajowa sieć teatrów, produkcja filmowa i telewizyjna, towarzystwo oszczędnościowo-pożyczkowe, wydawanie książek". Do tego można by dodać: „ubezpieczenia, bankowość inwestycyjna, wydawnictwa muzyczne, usługi komputerowe, nieru-

* Podczas „klęski w maju 1970 roku", jak nazywa to Graham, amerykański rynek giełdowy stracił 5,5%. Od końca marca do końca czerwca 1970 roku, indeks S&P 500 stracił 19% swej wartości. Były to jedne z najgorszych trzymiesięcznych zysków w notowaniach.

chomości oraz 35% udziałów w Performance Systems Inc. (nazwa ta ostatnio została zmieniona na Minnie Pearl's Chicken System Inc.)". Spółka Presto wprowadziła również pewne urozmaicenia, jednak w porównaniu z General były one w rzeczy samej skromne. Zaczynając jako wiodący producent szybkowarów, firma ta rozszerzyła swą działalność o inne sprzęty gospodarstwa domowego oraz urządzenia elektryczne. Zawarła również z rządem Stanów Zjednoczonych kilka kontraktów na zaopatrzenie wojska.

Tabela 18.7. podsumowuje osiągnięcia obu tych spółek pod koniec 1968 roku. Zasadnicza struktura Presto była tak prosta, jak tylko się dało – nic poza 1 478 000 akcji zwykłych, wartych w sumie 58 mln dolarów. Dla kontra-

Tabela 18.7. Para 7.

	National General 1968	National Presto Industries 1968
Cena 31 grudnia 1969	44¼	385/8
Liczba akcji zwykłych	4 330 000[a]	1 478 000
Wartość rynkowa akcji zwykłych	192 000 000 dol.	58 000 000 dol.
Dodać wartość rynkową trzech wyemitowanych warrantów	221 000 000	–
Całkowita wartość akcji zwykłych i warrantów	413 000 000	–
Emisja seniorek	121 000 000	–
Całkowita kapitalizacja na rynku	534 000 000	58 000 000
Cena rynkowa akcji zwykłych dla warrantów	98	–
Wartość księgowa akcji zwykłych	31,50 dol.	26,30 dol.
Sprzedaż i przychody	117 600 000 dol.	152 200 000
Dochód netto	6 121 000	8 206 000
Zysk na akcję w 1968	1,42 dol. (grudzień)	5,61 dol.
Zysk na akcję w 1963	0,96 (wrzesień)	1,03
Zysk na akcję w 1958	0,48 (wrzesień)	0,77
Bieżąca stopa dywidendy	0,20	0,80
Wypłat dywidendy od:	1964	1945
Wskaźniki		
Cena/zysk	69,0×[b]	6,9×
Cena/wartość księgowa	310,0%	142,0%
Zyski z dywidend	0,5%	2,4%
Wartość netto/sprzedaż	5,5%	5,4%
Zysk/wartość księgowa	4,5%	21,4%
Aktywa bieżące/zobowiązania krótkoterminowe	1,63×	3,40×
Kapitał obrotowy/zadłużenie	0,21×	bez zadłużenia
Wzrost zysków na akcję		
1968 a 1963	+48%	+450%
1968 a 1960	+195%	+630%

[a] Z uwzględnieniem zamiany akcji uprzywilejowanych.
[b] Uwzględniono ceny rynkowe warrantów.

stu, General miała dwukrotnie więcej akcji zwykłych, a także emisję wymienialnych akcji uprzywilejowanych, do tego trzy emisje warrantów, uprawniających do nabycia ogromnej ilości akcji zwykłych, plus imponującą ilość obligacji wymienialnych (w zamian za udziały towarzystwa ubezpieczeniowego) oraz sporą sumę obligacji niewymienialnych. Wszystko to dopełniało kapitalizacji rynkowej na sumę 534 mln dolarów, nie licząc nadciągającej emisji obligacji wymienialnych oraz 750 mln dolarów wchodzących w skład tejże emisji. Mimo dużo większej kapitalizacji, spółka National General, miała znacznie mniejsze obroty brutto i osiągnęła w tym roku podatkowym 75% zysku netto spółki Presto.

Określenie *prawdziwej wartości rynkowej* kapitalizacji akcji zwykłych spółki General, stanowi interesujący problem dla analityka giełdowego i zawiera ważne wskazówki dla każdego, kto interesuje się giełdą poważniej, niż tylko na zasadzie czystego hazardu. Stosunkowo niedrogie – $4^1/_2$ dolara – wymienialne akcje uprzywilejowane, mogą łatwo zwrócić uwagę, gdyby uwzględnić ich zamianę na akcje zwykłe, kiedy te ostatnie sprzedają się na odpowiednim poziomie rynkowym. To pokazaliśmy w Tabeli 18.7. Warranty wymagają jednak odmiennego potraktowania. Obliczając podstawę „całkowitego osłabienia", spółka zakłada wykorzystanie wszystkich warrantów oraz podjęcie działań mających na celu odroczenie zobowiązań i użycie środków z rachunku bankowego na zakup akcji zwykłych. Te założenia, nie wywarły tak naprawdę żadnego wpływu, na wartość zysków przypadających na akcję w roku kalendarzowym 1968, które wynosiły 1,51 dolara zarówno przed, jak i po uwzględnieniu osłabienia. Uważamy to podejście za nielogiczne i nierealistyczne. Jak widać, warranty są elementem „pakietu akcji zwykłych", a ich wartość rynkowa to składnik „efektywnej wartości rynkowej" tej części kapitału, który tworzą akcje zwykłe (warto wrócić do rozważań nad tą kwestią, znajdujących się na str. 377). Ta prosta technika dodawania ceny rynkowej warrantów do ceny akcji zwykłych, miała radykalny wpływ na osiągnięcia National General pod koniec 1968 roku, co jest widoczne w Tabeli 18.7. Rzeczywiście, „prawdziwa cena rynkowa" okazuje się dwa razy większa od notowanej. Dlatego prawdziwy mnożnik dochodów z 1968 roku jest więcej niż podwójny – sięga zupełnie absurdalnego poziomu 69 razy. Całkowita wartość rynkowa „odpowiedników akcji zwykłych" wynosi zatem 413 mln dolarów, co ponad trzykrotnie przekracza wartość środków trwałych.

Dane te wykazują tym większe anomalia, kiedy porównuje się je z wynikami spółki Presto. Nasuwa się pytanie, jak to możliwe, by wartość akcji Presto była tylko 6,9 razy większa od jej bieżących dochodów, podczas

gdy w przypadku General, mnożnik ten był niemal 10 razy większy? Wszystkie wskaźniki spółki Presto są całkiem zadowalające – wielkość wzrostu również, co tak naprawdę wydaje się podejrzane. Mamy tu na myśli fakt, że spółka bez wątpienia zyskała znacznie podczas wojny, i jej udziałowcy powinni być przygotowani na pewien spadek zyskowności w warunkach pokoju. Jednak dla równowagi, Presto spełniła wszystkie oczekiwania, dotyczące rozsądnego i umiarkowanego cenowo inwestowania, podczas gdy General zdradzała wszelkie oznaki typowego „konglomeratu", powstałego w późnych latach 60., pełnego firmowych gadżetów i pretensjonalnych gestów, któremu brak podstawowych wartości poza notowaniami rynkowymi.

Następstwa: Spółka General kontynuowała w 1969 roku swoją politykę różnicowania, której towarzyszył pewien wzrost zadłużenia. Doprowadziło to jednak do oszołamiającej, idącej w miliony, utraty wartości, co dotyczyło szczególnie inwestycji związanych z Minnie Pearl Chicken. Końcowe dane wykazały straty wielkości 72 mln dolarów przed opodatkowaniem i 46,4 mln dolarów po opodatkowaniu. Cena akcji spadła w 1969 roku do 16½ dolara, a w 1970 do 9 dolarów (co wynosiło zaledwie 15% szczytowej ceny 60 dolarów, osiągniętej w 1968 roku). W 1970 roku spółka zadeklarowała zyski w wysokości 2,33 dolara na akcję, zaś cena udziałów poprawiła się w 1971 roku, wzrastając do 28½ dolara. Spółka National Presto podniosła swój współczynnik zysków przypadających na akcję, zarówno w 1969, jak i w 1970 roku, wyróżniając się dziesięcioletnim okresem nieprzerwanego wzrostu dochodów. Mimo to, podczas krachu w 1970 roku, cena jej akcji spadła do 28½ dolara. To interesująca cyfra, ponieważ jest mniejsza, niż czterokrotna wartość ostatnich zadeklarowanych zysków, a także mniejsza od ówczesnego bieżącego dochodu netto w przeliczeniu na akcje. W ostatnich miesiącach 1971 roku, cena akcji National Presto okazuje się o 60% wyższa, sięgając 34 dolarów, lecz wskaźniki są wciąż niepokojące. Powiększony kapitał obrotowy nadal pozostaje prawie równy cenie bieżącej, która z kolei jest tylko 5½ razy większa od ostatnich zadeklarowanych zysków. Gdyby teraz inwestor był w stanie znaleźć 10 takich emisji, mógłby być pewien zadowalających rezultatów.*

* Akcje National Presto wciąż pozostają w publicznym obiegu. Spółka National General została w 1974 roku kupiona przez inną, kontrowersyjną korporację, American Financial Group, która brała udział w różnych przedsięwzięciach związanych z telewizją kablową, bankowością, nieruchomościami, funduszami wzajemnymi, ubezpieczeniami i bananami. AFG jest również miejscem „ostatniego spoczynku" niektórych oddziałów Penn Central Corp. (zobacz Rozdział 17.).

Para 8: Whiting Corp. (urządzenia do transportu i przeładunku materiałów) oraz Willcox & Gibbs (niewielka korporacja)

Występujące w tej parze przedsiębiorstwa, są bliskimi, lecz nie bezpośrednimi sąsiadami na liście American Stock Exchange. Po przyjrzeniu się porównaniu przedstawionemu w Tabeli 18.8A, nasuwa się pytanie, czy Wall Street jest racjonalną instytucją.

Spółka o mniejszej sprzedaży i dochodach oraz połowie środków trwałych przypadających na akcje zwykle, sprzedawała swoje udziały za około cztery razy więcej niż ta druga. Spółka wyżej wyceniana, zadeklarowała duże straty po odliczeniu wydatków specjalnych i od 13 lat nie wypłacała dywidend. Druga miała długą historię zadowalających dochodów, nieprze-

Tabela 18.8A. Para 8.

	Whiting 1969	Willcox & Gibbs 1969
Cena 31 grudnia 1969	17¾	15½
Liczba akcji zwykłych	570 000	2 381 000
Wartość rynkowa akcji zwykłych	10 200 000 dol.	36 900 000 dol.
Zadłużenie	1 000 000	5 900 000
Akcje uprzywilejowane	–	1 800 000
Całkowita kapitalizacja	11 200 000 dol.	44 600 000 dol.
Wartość księgowa na akcję	25,39 dol.	3,29 dol.
Sprzedaż	42 200 000 dol. (październik)	29 000 000 dol. (grudzień)
Dochód netto przed pozycjami specjalnymi	1 091 000	347 000
Dochód netto po pozycjach specjalnych	1 091 000	deficyt 1 639 000
Zysk na akcję w 1969	1,91 dol. (październik)	0,08 dol.[a]
Zysk na akcję w 1964	1,90 (kwiecień)	0,13
Zysk na akcję w 1959	0,42 (kwiecień)	0,13
Bieżąca stopa dywidendy	1,50	–
Wypłaty dywidend od:	1954	(brak od 1957)
Wskaźniki		
Cena/zysk	9,3×	bardzo wysoki
Cena/wartość księgowa	70,0%	470,0%
Stopa dywidendy	8,4%	–
Wartość netto/sprzedaż	3,2%	0,1%
Zysk/wartość księgowa	7,5%	2,4%
Aktywa bieżące/zobowiązania	3,0×	1,55×
Kapitał obrotowy/zadłużenie	9,0×	3,60×
Wzrost zysków na akcję		
1969 a 1964	równy	spadek
1969 a 1959	+354%	spadek

[a] Przed płatnościami specjalnymi.

rwanie wypłacała dywidendy od 1936 roku i właśnie z tego tytułu, dawała swoim akcjonariuszom najwyższe dochody, jakie odnotowano na całej liście akcji zwykłych. Aby ukazać wyraźniej rozbieżności w wynikach obu spółek, dołączamy w Tabeli 18.8B zapis dochodów i cen z lat 1961–1970.

Dzieje tych spółek, rzucają interesujące światło na rozwój średniego biznesu, w przeciwieństwie do spółek znacznie większych, które przeważnie pojawiają się na stronach tej książki. Spółka Whiting została założona w 1896 roku, a zatem istnieje od 75 lat. Zdaje się wiernie trzymać swojej branży transportowo-przeładunkowej i nieźle daje sobie radę na przestrzeni dziesięcioleci. Willcox & Gibbs istnieje jeszcze dłużej – od 1866 roku – i przez długi okres była znana w branży, jako wiodący producent przemysłowych maszyn do szycia. W ciągu ostatniej dekady przyjęła politykę różnicowania, która ma raczej niecodzienną formę. Z jednej strony, firma ta posiada niezwykle dużą liczbę spółek podporządkowanych (co najmniej 24), wytwarzając zadziwiającą różnorodność produktów, jednak z drugiej strony, całe to nagromadzenie okazuje się być płotką, według ogólnie przyjętych standardów Wall Street.

Wzrost zysków spółki Whiting jest raczej typowy dla naszych przedsiębiorstw. Liczby są odzwierciedleniem stałego i raczej spektakularnego wzrostu cen akcji, od 41 centów w 1960 roku do 3,63 dolara w 1968 roku. Nie dawały one jednak pewności, że taki wzrost musi trwać w nieskończoność. Późniejszy spadek do kwoty zaledwie 1,77 dolara w okresie 12 miesięcy, który zakończył się w styczniu 1971 roku, mógł nie oznaczać nic, poza spowolnieniem ogólnego systemu gospodarczego. Ceny akcji zareagowały jednak dotkliwie, do końca 1969 roku tracąc około 60% procent swej szczytowej wartości z roku 1968. Nasza analiza wskazywałaby, że akcje te były przykładem rozsądnej i atrakcyjnej inwestycji w drugorzędną emisję – odpowiedniej dla inwestora aktywnego, jako część całej grupy takich przedsięwzięć.

Tabela 18.8B. Zapis dochodów i cen spółek Whiting i Willcox & Gibbs

Rok	Whiting Corp.		Willcox & Gibbs	
	zysk na akcję[a] (w dol.)	przedział cenowy	zysk na akcję (w dol.)	przedział cenowy
1970	1,81	$22\frac{1}{2}$–$16\frac{1}{4}$	0,34	$18\frac{1}{2}$–$4\frac{1}{2}$
1969	2,63	37–$17\frac{3}{4}$	0,05	$20\frac{5}{8}$–$8\frac{3}{4}$
1968	3,63	$43\frac{1}{8}$–$28\frac{1}{4}$	0,35	$20\frac{1}{8}$–$8\frac{1}{3}$
1967	3,01	$36\frac{1}{2}$–25	0,47	11–$4\frac{3}{4}$
1966	2,49	$30\frac{1}{4}$–$19\frac{1}{4}$	0,41	8–$3\frac{3}{4}$
1965	1,90	20–18	0,32	$10\frac{3}{8}$–$6\frac{1}{8}$
1964	1,53	14–8	0,20	$9\frac{1}{2}$–$4\frac{1}{2}$
1963	0,88	15–9	0,13	14–$4\frac{3}{4}$
1962	0,46	10–$6\frac{1}{2}$	0,04	$19\frac{3}{4}$–$8\frac{1}{4}$
1961	0,42	$12\frac{1}{2}$–$7\frac{3}{4}$	0,03	$19\frac{1}{2}$–$10\frac{1}{2}$

[a] Na koniec 30 kwietnia.

NASTĘPSTWA: W 1970 roku Willcox & Gibbs wykazała niewielkie straty z tytułu działalności. Cena jej akcji spadła drastycznie do najniższej kwoty $4\frac{1}{2}$ dolara, wzrastając ponownie w lutym 1971 roku do $9\frac{1}{2}$ dolara. W przypadku Whiting, spadek był stosunkowo mniejszy, do $16\frac{3}{4}$ dolara w 1970 roku (cena ta, odpowiadała mniej więcej, wartości samych aktywów płynnych w przeliczeniu na akcję). Zyski firmy do lipca 1971 roku wynosiły 1,85 dolara na akcję. W pierwszych miesiącach 1971 roku, cena wzrosła do $24\frac{1}{2}$ dolara, co wydawało się dosyć uzasadnione, ale według naszych standardów nie było już „okazją".*

Spostrzeżenia ogólne

Spółki wykorzystane w tych zestawieniach, zostały wybrane z pewną premedytacją, a zatem nie można ich uznać za przypadkowy przekrój listy akcji zwykłych. Ograniczają się one do sektora przemysłowego, natomiast nie ma tu ważnych dziedzin użyteczności publicznej, firm transportowych ani przedsiębiorstw finansowych. Różnią się jednak między sobą znacząco pod względem wielkości, polityki gospodarczej oraz ilościowych i jakościowych aspektów, zawierających przesłanki dotyczące wyboru akcji zwykłych przez inwestora.

Także związek między ceną a wykazaną wartością, różnił się znacznie w przypadku każdej ze spółek. Znaczna część z nich, posiadając lepsze notowania wzrostu oraz wyższą dochodowość, sprzedawała swoje akcje przy wyższym mnożniku bieżących dochodów – co ogólnie rzecz biorąc jest dość logiczne. Na pytanie, czy szczególne zróżnicowanie poziomu wskaźnika cena/zysk można „usprawiedliwić" faktami – albo uzasadnić przyszłym rozwojem – nie da się odpowiedzieć z całą pewnością. Z drugiej strony, istnieje sporo przykładów, w których można dojść do sensownego uzasadnienia. Należą do nich właściwie wszystkie te przypadki, w których doszło do wielkiej aktywności w spółkach o wątpliwej podstawie trafności. Takie akcje

* Whiting Corp. stała się filią Wheelabrator-Frye, ale w 1983 roku przeszła w ręce prywatne. Willcox & Gibbs należy obecnie do Group Rexel, producenta sprzętu elektrycznego, będącego oddziałem francuskiej spółki Pinault-Printemps-Redoute Group of France. Akcje Rexel sprzedają się na Paris Stock Exchange.

były nie tylko spekulatywne – co w zasadzie oznacza ryzykowne – ale także stanowiły dobry interes w czasie, kiedy ich wartość uległa oczywistemu zawyżeniu. Inne akcje okazały się warte więcej niż ich cena, znajdująca się pod wpływem odwrotnego nastawienia rynku – które moglibyśmy nazwać „antyspekulacją" – albo nieuzasadnionego pesymizmu, spowodowanego skurczeniem dochodów.

W Tabeli 18.9. zamieszczamy niektóre dane, dotyczące wahań cen akcji opisanych w tym rozdziale. Większość z nich, doświadczyła poważnych spadków miedzy rokiem 1961 a rokiem 1962, jak również między rokiem 1969 a rokiem 1970. Inwestor musi być, rzecz jasna, przygotowany na takie niekorzystne zachowania rynku giełdowego w przyszłości. Tabela 18.10. ukazuje wahania, jakie rok po roku przechodziły akcje spółki McGraw-Hill w latach 1958–1970. Nietrudno zauważyć, że w każdym roku z ostatnich 13, cena zarówno szła w górę, jak i spadała, zmieniając się co najmniej trzy do dwóch razy na przestrzeni dwóch kolejnych lat (w przypadku National General, wahania o przynajmniej takiej amplitudzie, zarówno w górę jak i w dół, zaobserwowano w każdym z dwuletnich okresów).

Tabela 18.9. Niektóre wahania cen 16 akcji zwykłych (z uwzględnieniem pomnożenia akcji w 1970 roku)

	Przedział cenowy 1936–1970	Spadek w latach 1961–1962	Spadek w latach 1968–1969 do 1970
Air Products & Chemicals	1 3/8–49	43 1/4–21 5/8	49–31 3/8
Air Reduction	9 3/8–45 3/4	22 1/2–12	37–16
American Home Products	7/8–72	44 3/4–22	72–51 1/8
American Hospital Supply	3/4–47 1/2	11 5/8–5 3/4	47 1/2–26 3/4[a]
H&R Block	1/4–68 1/2	–	68 1/2–37 1/8[a]
Blue Bell	8 3/4–55	25–16	44 3/4–26 1/2
International Flavors & Fragrances	4 3/4–67 1/2	8–4 1/2	66 3/8–44 7/8
International Harvester	6 3/4–53	28 3/4–19 1/4	38 3/4–22
McGraw Edison	1 1/4–46 1/4	24 3/8–14[b]	44 3/4–21 5/8
McGraw-Hill	1/8–56 1/2	21 1/2–9 1/8	54 5/8–10 1/4
National General	3 5/8–60 1/2	14 7/8–4 3/4[b]	60 1/2–9
National Presto Industries	1/2–45	20 5/8–8 1/4	45–21 1/2
Real Estate Investment Trust	10 1/2–30 1/4	25 1/8–15 1/8	30 1/4–16 3/8
Realty Equities of N.Y.	3 3/4–47 3/4	6 7/8–4 1/2	37 3/4–2
Whiting	2 7/8–43 3/8	12 1/2–6 1/2	43 3/8–16 3/4
Willcox & Gibbs	4–20 5/8	19 1/2–8 1/4	20 3/8–4 1/2

[a] Ceny najwyższe i najniższe w 1970 roku.
[b] Od 1950 do 1960.

Tabela 18.10. Silne, coroczne wahania akcji McGraw-Hill w latach 1958–1970[a]

Od	Do	Wzrosty	Spadki
1958	1959	39–72	
1959	1960	54–109 3/4	
1960	1961	21 3/4–43 1/8	
1961	1962	18 1/4–32 1/4	43 1/8–18 1/4
1963	1964	23 3/8–38 7/8	
1964	1965	28 3/8–61	
1965	1966	37 1/2–79 1/2	
1966	1967	54 1/2–112	
1967	1968		56 1/4–37 1/2
1968	1969		54 5/8–24
1969	1970		39 1/2–10
1970	1971	10–24 1/8	

[a] Ceny nie uwzględniają splitu akcji.

Studiując listę akcji podczas pracy nad tym rozdziałem, po raz kolejny byliśmy pod wrażeniem ogromnej różnicy między zwykłymi obiektami poddawanymi analizie, a tymi, które uznaliśmy za niezawodne i opłacalne. Większość analityków giełdowych próbuje wybrać takie akcje, które w przyszłości spiszą się najlepiej, przede wszystkim, jeśli chodzi o zachowania rynkowe, ale również rozwój dochodów. Szczerze wątpimy, czy coś takiego może przynieść zadowalające rezultaty. Analityk powinien szukać przede wszystkim wyjątkowych lub mniejszościowych przypadków, kiedy mógłby sensownie i wiarygodnie ocenić, czy cena akcji jest sporo niższa od ich wartości. Powinien on wykonywać tę pracę na tyle fachowo, aby prowadziła do w miarę zadowalających rezultatów na przestrzeni lat.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 18

To, co było, jest tym, co będzie, a to, co się stało, jest tym, co znowu się stanie; więc nic zgoła nowego nie ma pod słońcem. Jeśli jest coś, o czym by się rzekło „Patrz, to coś nowego" – to już to było w czasach, które były przed nami.

Księga Koheleta, 1, 9-10

Unowocześnijmy klasyczną metodę Grahama, polegająca na zestawieniu ośmiu par spółek, stosując tę samą technikę podobieństw i różnic, którą po raz pierwszy przedstawił podczas wykładów w Columbia Business School i w New York Institute of Finance. Należy pamiętać, że te podsumowania opisują właściwości akcji tylko w określonym czasie. Tanie akcje mogą mieć później zawyżoną cenę, zaś drogie akcje mogą potanieć. W pewnym momencie swego istnienia, prawie każda z akcji staje się okazją, a w innym będzie kosztowna. Chociaż istnieją dobre i złe spółki, nie ma złych akcji. Są tylko dobre ceny akcji, które przychodzą i odchodzą.

Para 1: Cisco i Sysco

27 marca 2000 roku spółka Cisco Systems Inc., stała się najdroższą korporacją świata, całkowita wartość jej akcji wyniosła 548 mld dolarów. Cisco, wytwarzająca urządzenia do przekazywania danych przez Internet, po raz pierwszy wystawiła swe akcje do sprzedaży publicznej dopiero przed 10 laty. Kto nabył akcje Cisco w ofercie początkowej i zachował je, mógł osiągnąć zysk przywodzący na myśl błąd typograficzny popełniony przez szaleńca: 103,697% czyli 217% średniego rocznego zysku. Podczas poprzednich czterech kwartałów podatkowych, spółka ta osiągnęła 14,9 mld dolarów wpływów i 2,5 mld dochodu. Wartość sprzedaży akcji Cisco 219 razy przewyższała jej dochód netto i był to jeden z największych współczynników cena/zysk, jaki kiedykolwiek odnotowała duża spółka.

Teraz pora na Sysco Corp., która jest dostawcą produktów żywnościowych, a jej akcje znajdują się w publicznym obiegu od 30 lat. W trakcie ostatnich czterech kwartałów, Sysco miała 17,7 mld dolarów przychodów, czyli prawie o 20% więcej niż Cisco – jednak „zaledwie" 457 mld dolarów dochodu netto. Przy wartości rynkowej wynoszącej 11,7 mld dolarów, sprzedaż akcji Sysco przekraczała zyski 26 razy, przy współczynniku 31 znacznie niższym od średniej krajowej.

Gra w skojarzenia słów z typowym inwestorem, mogłaby przebiegać następująco:

Pytanie: Co od razu przychodzi ci na myśl, kiedy mówię Cisco Systems?

Odpowiedź: Internet... Przyszłościowa branża... Znakomite akcje... Gorące akcje... Czy mogę ich trochę kupić, zanim pójdą jeszcze wyżej?

Pytanie: A gdy powiem Sysco Corp.?

Odpowiedź: Samochody dostawcze... Przecier z kukurydzy i fasoli... Kanapki z wołowiną... Zapiekanki ziemniaczane... Posiłki dla szkół... Posiłki dla szpitali... Nie, dziękuję, nie jestem już głodny.

Utarło się, że ludzie przywiązują wagę do akcji, opierając się raczej na wyobrażeniu emocjonalnym, które wywołuje spółka.* Jednak inteligentny inwestor zawsze drąży głębiej. Oto, co może wyniknąć ze sceptycznego spojrzenia na sprawozdania finansowe spółek Cisco i Sysco:

- Wzrost przychodów i dochodów Cisco pochodzi w większości z nabytków spółki. Od samego tylko września, Cisco zapłaciła 10,2 mld dolarów, aby kupić 11 innych firm. Jakim sposobem tak wiele spółek wymieszało się w tak krótkim czasie?** Również ulga podatkowa, dotycząca opcji akcyjnych wykorzystanych przez zarząd i pracowników Cisco, wynosiła prawie jedną trzecią całkowitego zysku spółki w okresie ostatnich sześciu miesięcy. Cisco zyskała 5,8 mld dolarów, sprzedając „lokaty", a potem kupiła kolejne za 6 mld dolarów. Czy była to firma internetowa, czy fundusz inwestycyjny? A co by się stało, gdyby te „lokaty" przestały iść w górę?
- W tym samym okresie Sysco również kupiła kilka spółek, lecz zapłaciła tylko około 130 mln dolarów. Opcje akcyjne dla osób związanych ze

* Sam zadaj sobie pytanie, akcje której spółki mają większe szanse wzrostu: tej, która wynalazła lekarstwo na raka, czy takiej, która stworzyła nowy sposób usuwania odpadków? Lek na raka brzmi dla większości inwestorów bardziej ekscytująco, ale nowa metoda pozbywania się śmieci, przypuszczalnie może przynieść więcej pieniędzy. Zobacz Paul Slovic, Melisa Finucane, Ellen Peters, Donald G. MacGregor, *The Affect Heuristic*, [w:] Thomas Gilovich, Dale Griffin, Daniel Kahneman, *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*, Cambridge University Press, New York 2002, s. 397–420.

** „Seryjnych nabywców", którzy rozrastają się przede wszystkim poprzez kupowanie innych spółek, prawie zawsze czeka na Wall Street marny koniec. Rozwinięcie tematu w Komentarzu do Rozdziału 17.

spółką, stanowiły w sumie tylko 1,5% wszystkich akcji znajdujących się w rękach udziałowców, podczas gdy w przypadku Cisco stosunek ten wynosił 6,9%. Gdyby pracownicy zrealizowali te opcje, wskaźnik zysku na akcję spółki Sysco osłabiłby się znacznie mniej, niż miałoby to miejsce w Cisco. Sysco podniosła swoje kwartalne dywidendy od 9 centów na akcję, do 10, podczas gdy Cisco nie wypłacała dywidend.

Ostatecznie, jak podkreślił profesor ekonomii z Wharton, Jeremy Siegel, żadna spółka tak wielka jak Cisco, nigdy nie była w stanie rozwinąć się na tyle szybko, by usprawiedliwić wzrost wskaźnika cena/zysk przekraczający 60 – nie mówiąc już o wartości tego wskaźnika przekraczającej 200.* Kiedy spółka staje się gigantem, jej rozwój musi ulec spowolnieniu – albo przeobrazić się w pożeranie całej reszty świata. Wielki amerykański satyryk, Ambrose Bierce, wymyślił słowo „niekomponowalny" na określenie dwóch rzeczy, które są do przyjęcia osobno, lecz nie mogą istnieć razem. Spółka może być olbrzymia, spółka może osiągnąć olbrzymi współczynnik cena/zysk, lecz obu tych rzeczy nie da się połączyć.

Wkrótce szczęście odwróciło się od molocha Cisco. Najpierw, w 2001 roku, spółka poniosła wydatek 1,2 mld dolarów na „restrukturyzację" jednego ze swych nabytków. W ciągu dwóch kolejnych lat pojawiły się straty wysokości 1,3 mld dolarów, związane z tymi „inwestycjami". Od 2000 roku do 2002 roku, akcje Cisco straciły trzy czwarte swej wartości. Tymczasem Sysco nadal podawała zyski dalekie od prawdy, a jej akcje zyskały w tym samym okresie 56% wartości (zobacz Tabelę 18.1.).

Tabela 18.1. Cisco kontra Sysco

	2000	2001	2002
	Cisco		
Całkowity zwrot (%)	–28,6	–52,7	–27,7
Zysk netto (w mln dolarów)	2668	1014	1893
	Sysco		
Całkowity zwrot (%)	53,5	–11,7	15,5
Zysk netto (w mln dolarów)	446	597	680

Uwagi: Całkowite zyski dla roku kalendarzowego, dochód netto dla roku podatkowego.
Źródło: www.morningstar.com

* Jeremy Siegel, *Big-Cap Tech Stocks are a Sucker's Bet*, *Wall Street Journal*, 14 marca 2000 (artykuł dostępny na stronie www.jeremysiegel.com).

Para 2: Yahoo! i Yum!

30 listopada 1999 roku cena jednej akcji Yahoo! Inc. wynosiła 212,75 dolara, czyli wzrosła o 79,6% od początku roku. 7 grudnia cena ta wyniosła 348 dolarów – wykazując 63,6% wzrostu na przestrzeni ostatnich pięciu dni roboczych. Yahoo! nie przestawała szaleć w końcu roku i 31 grudnia osiągnęła cenę 432 687 dolarów. W jednym tylko miesiącu, akcje podrożały ponad dwa razy, zarabiając prawie 58 mld dolarów i osiągając całkowitą wartość rynkową rzędu 114 mld dolarów.*

W poprzednich czterech kwartałach Yahoo! zgromadziła 433 mln dolarów przychodu i 34,9 mln zysku netto. Teraz cena jej akcji przekraczała więc przychód 263 razy, a dochód 3 264 razy. (Należy pamiętać, że dużo większy od 25 wskaźnik cena/zysk przyprawiał Grahama o niezadowolenie).**

Dlaczego Yahoo! parła do góry? Po zamknięciu rynku 30 listopada, Standard & Poor's ogłosił, ze chce z dniem 7 grudnia dodać Yahoo! do swego indeksu S&P 500. Uczyniłoby to z Yahoo! obowiązkową pozycję dla funduszy inwestycyjnych oraz innych dużych inwestorów – a ten nagły wzrost popytu miał zapewnić akcjom jeszcze wyższe ceny, przynajmniej na jakiś czas. Z około 90% akcji Yahoo!, znajdujących się w rękach pracowników, spółek kapitałowych oraz innych zawężonych kręgów udziałowców, tylko niewielki ułamek był dostępny w sprzedaży publicznej. Tak więc, tysiące ludzi kupiło te akcje tylko pod wpływem przekonania, że inni też musieli je kupić – a cena nie była przeszkodą.

Tabela 18.2. Yahoo! kontra Yum!

	2000	2001	2002
	Yahoo!		
Całkowity zwrot (%)	–86,1	–41,0	–7,8
Zysk netto (w mln dolarów)	71	–93	43
	Yum!		
Całkowity zwrot (%)	–14,6	49,1	–1,5
Zysk netto (w mln dolarów)	41,3	492	583

Uwagi: Całkowite zyski dla roku kalendarzowego, dochód netto dla roku podatkowego. Zysk netto Yahoo! za rok 2002 uwzględnia efekt zmiany sposobu rozliczania.
Źródło: www.morningstar.com

* Akcje Yahoo! uległy pomnożeniu w stosunku dwa do jednego w lutym 2000 roku, ich ceny podane tutaj nie uwzględniają tego faktu, po to by ukazać poziomy, na jakich akcje są naprawdę sprzedawane. Jednak przytoczone tutaj procentowe zyski i wartość rynkowa akcji Yahoo!, realnie odzwierciedlają split.

** Po odliczeniu następstw zakupów, wpływy Yahoo! wynosiły 464 mln dolarów. Graham krytykuje wysoki współczynnik cena/zysk, m.in. w Rozdziałach 7. i 11.

W tym samym czasie, spółka Yum! schodziła na psy. Jako dawny oddział PepsiCo, prowadzący tysiące barów Kentucky Fried Chicken, Pizza Hut i Taco Bell, spółka uzyskała w ciągu ostatnich czterech kwartałów 8 mld dolarów przychodu, na czym zarobiła 633 mln dolarów – co siedemnastokrotnie przewyższało zyski Yahoo!. Jakkolwiek wartość rynkowa akcji Yum! pod koniec roku 1999, wynosiła tylko 5,9 mld dolarów, czyli 1/19 kapitalizacji Yahoo!. Przy takiej cenie wartość sprzedaży akcji Yum! przekraczała dziewięć razy jej zysk, i stanowiła tylko 73% przychodu.*

Jak zwykł mawiać Graham, na krótką metę rynek jest maszyną do głosowania, ale na dłuższą metę bardziej przypomina wagę. Yahoo! wygrała zmagania o krótkoterminową popularność. Na koniec jednak zaczął liczyć się zysk – a Yahoo! nie mogła wykazać się prawie żadnym. Odkąd rynek przestał głosować, a zaczął ważyć, wskazówka zaczęła przechylać się w stronę Yum!. W okresie od 2000 roku do 2002 roku jej akcje wzrosły o 25,4%, podczas gdy udziały Yahoo! łącznie straciły 92,4%.

Para 3: Commerce One i Capital One

W maju 2000 roku akcje Commerce One Inc., znajdowały się w publicznej sprzedaży dopiero od lipca poprzedniego roku. W swym pierwszym sprawozdaniu rocznym, spółka (która opracowuje internetowe „wymiany" dla działów handlowych różnych firm), zadeklarowała wartość kapitału w wysokości 385 mln dolarów oraz stratę netto 63 mln dolarów przy zaledwie 34 mln całkowitego dochodu. Akcje tej drobniutkiej spółki poszły w górę o niemal 900%, ponieważ ich oferta początkowa uzyskała wartość całkowitej kapitalizacji rynkowej. Co uległo zawyżonej wycenie? – Mamy wysoką kapitalizację rynkową – stwierdził w wywiadzie Mark Hoffman, dyrektor naczelny Commerce One. – Dysponujemy jednak szerokim obszarem działania. Dostrzegamy niesamowity popyt... Analitycy spodziewają się, że w tym roku osiągniemy 140 mln dolarów dochodu. A w przeszłości przekroczyliśmy oczekiwania."

Dwie sprawy w tej wypowiedzi zasługują na uwagę:

- Ponieważ Commerce One traciła już 2 dolary na każdym 1 dolarze uzyskanym ze sprzedaży, gdyby czterokrotnie zwiększyła swoje dochody (jak „spodziewają się analitycy"), czyż nie traciłaby pieniędzy na jeszcze większą skalę?

* Spółka była później znana jako Tricon Global Restaurants Inc., jednak mimo to, jej symbolem w notowaniach pozostał YUM. W maju 2002 roku, oficjalnie zmieniła swą nazwę na Yum! Brands Inc.

- Jak spółka mogła przekroczyć oczekiwania w przeszłości? W *jakiej* przeszłości?

Hoffman, zapytany, czy jego spółka mogłaby kiedykolwiek zacząć przynosić zyski, miał gotową odpowiedź: „Nie ulega wątpliwości, że możemy stać się dochodowym interesem. Planujemy osiągnąć to w czwartym kwartale 2001 roku, a analitycy przewidują, że osiągniemy 250 mln dolarów zysku".

I znowu analitycy! „Commerce One znajdując się na tym poziomie, spełnia moje oczekiwania, gdyż rozwija się szybciej niż Ariba (bezpośredni konkurent, którego akcje osiągają wartość sprzedaży 400 razy większą od dochodów)" – stwierdziła Jeanette Sing, analityk z banku inwestycyjnego Wasserstein Perella. „Jeśli wskaźnik wzrostu taki pozostanie, cena akcji Commerce One będzie 60 do 70 razy wyższa od sprzedaży w 2001 roku." (innymi słowy, mogę wymienić akcje, których cena jest zawyżona bardziej, niż ma to miejsce w przypadku Commerce One, zatem akcje Commerce One są tanie).*

Na przeciwległym krańcu znajduje się Capital One Financial Corp., emitent kart kredytowych MasterCard i Visa. W okresie od lipca 1999 roku do maja 2000 roku akcje tej spółki straciły 21,5% wartości. Mimo to, Capital One miała kapitał o całkowitej wartości 12 mld dolarów i zarobiła w 1999 roku 363 mln, o 32% więcej niż w poprzednim. Przy wartości rynkowej wynoszącej około 7,3 mld dolarów, cena akcji była 20 razy wyższa od zysków netto spółki. Wszystko w Capital One mogło się nie powieść – spółka zdołała zaledwie powiększyć swoje rezerwy na spłatę zadłużenia, mogło zatem być źle, nawet mimo to, że wskaźnik niewypłacalności zwykle podnosi się w czasie recesji – ale ceny jej akcji przynajmniej odzwierciedlały niewielkie zagrożenie potencjalnymi kłopotami.

Co nastąpiło potem? W 2001 roku Commerce One osiągnęła 409 mln dolarów przychodu. Niestety, straty netto wynosiły 2,6 mld – czyli 10,30 dolara na jedną akcję. Z drugiej strony Capital One uzyskała w latach 2000–2002 niemal 2 mld dochodu netto. Wartość jej akcji spadła w ciągu tych trzech lat o 38% – nie gorzej niż cały rynek giełdowy. Bądź co bądź, akcje Commerce One straciły 99,7% swej wartości.*

Zamiast słuchać Hoffmana i jego przymilnych analityków, sprzedawcy akcji powinni wziąć pod uwagę uczciwą przestrogę, jaka tkwiła w sprawoz-

* Zobacz *CEO Speaks* i *The Bottom Line*, *Money*, maj 2000, str. 42–44.
** Na początku 2003 roku, dyrektor finansowy Capital One ustąpił ze swego stanowiska, po tym, jak kontrola ujawniła, że może on zostać oskarżony o naruszenie prawa podczas rozdzielania akcji wśród pracowników spółki.

daniu Commerce One za 1999 rok: „Nigdy nie byliśmy dochodowi. Spodziewamy się ponieść straty netto w najbliższej przyszłości i możemy nigdy nie osiągnąć rentowności".

Para 4: Palm i 3Com

2 marca 2000 roku, spółka zajmująca się przetwarzaniem danych, 3Com Corp., wystawiła do publicznej sprzedaży 5% udziałów swojej filii, Palm Inc. Pozostałe 95% udziałów Palm przypadło w ciągu kilku następnych miesięcy akcjonariuszom 3Com. Na każdą posiadaną akcję inwestorzy otrzymywali 1,525 udziałów w Palm.

Istniały zatem dwa sposoby wejścia w posiadanie 100 akcji spółki Palm. Można było próbować dopchać się do oferty początkowej albo kupić 66 akcji 3Com i czekać, aż macierzysta spółka rozprowadzi resztę akcji Palm. Kupując półtora akcji Palm, na każdą akcję 3Com otrzymywało się 100 akcji nowej spółki – nadal mając 66 akcji 3Com.

Ale kto chciał czekać kilka miesięcy? Kiedy spółka 3Com walczyła z gigantycznymi rywalami, na przykład Cisco, Palm była liderem w „gorącej branży" kieszonkowych notesów elektronicznych. Jej akcje zatem wystrzeliły w górę, od ceny ofertowej 38 dolarów do 95,06 dolara, już w pierwszym dniu sprzedaży zyskując na wartości 150%. Przekraczała ona ponad 1350 razy zyski Palm z ostatnich 12 miesięcy.

W tym samym dniu, cena akcji 3Com spadła z 104,13 do 81,81 dolara. Z jakim wynikiem 3Com powinna zamknąć ten dzień, wziąwszy pod uwagę cenę akcji Palm? Rachunek jest prosty:

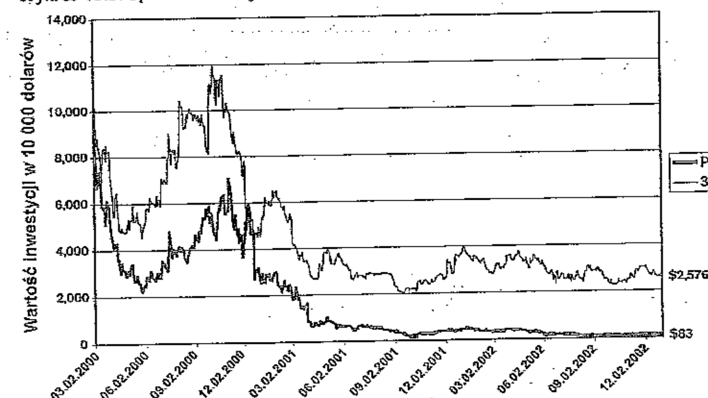
- Każda z akcji 3Com upoważniała do otrzymania 1,525 akcji Palm.
- Każda z akcji Palm osiągnęła końcową cenę 95,06 dolara.
- 1,525 x 95,06 dol. = 144,97 dol.

Oto ile warta była każda z akcji 3Com, w oparciu o samą stawkę akcji Palm. Dlatego też, kiedy akcje 3Com osiągnęły cenę 81,81 dolara, sprzedawcy mówili, że cena akcji wszystkich powiązanych z nią spółek spadnie o 63,16 dolara, *czyli w sumie osiągną one wartość minus 22 mld dolarów*! Rzadko kiedy akcje wyceniane były bardziej głupio.*

* By dokładniej przyjrzeć się temu zabawnemu przypadkowi, zobacz: Owen A. Lamont, Richard H. Thaler, *Can the Market Add and Subtract?*, opracowanie National Bureau of Economic Research, nr 8302, tekst dostępny pod adresem www.nber.org/papers/w8032.

Istniała tu jednak pewna pułapka. Tak samo, jak akcje 3Com naprawdę nie były warte minus 22 mld dolarów, również cena akcji Palm tak naprawdę nie przekraczała 1350 razy dochodów tej spółki. Pod koniec 2002 roku, obie spółki ucierpiały na recesji w branży nowoczesnych technologii, ale to udziałowcy Palm rzeczywiście dostali manto – przede wszystkim dlatego, że porzucili zdrowy rozsądek dokonując inwestycji.

Wykres 18.3. Spadek cen akcji Palm



Źródło: www.morningstar.com

Para 5: CMGI i CGI

Rok 2000 zaczął się dla spółki CMGI Inc. strzałem w dziesiątkę. Cena akcji podskoczyła 3 stycznia do 163,22 dolara – zyskując na wartości 1126% w porównaniu do kwoty sprzed roku. Spółka ta, „inkubator internetowy", wspierała finansowo i kupowała początkujące firmy, prowadzące różne rodzaje działalności w sieci – a wśród nich takie wschodzące gwiazdy, jak theglobe.com i Lycos.*

W roku podatkowym 1998, jako że cena akcji CMGI wzrosła z 98 centów do 8,52 dolara, firma ta wydała 53,8 mln dolarów na zakup całościowy lub zakup częściowy pakietów spółek internetowych. W roku podatkowym

* CMGI zaczęła swój gospodarczy żywot jako College Marketing Group, która sprzedawała informacje na temat wykładowców, programów nauczania i wydawnictw akademickich – działalność, która przyprawiała o znudzenie, ale niepokoiła swym podobieństwem do National Student Marketing, co opisuje Graham, na str. 217–218.

1999, kiedy cena podskoczyła z 8,52 do 46,09 dolara, CMGI wydała 104,7 mln. W ciągu pięciu ostatnich miesięcy 1999 roku, gdy akcje podrożały do 138,44 dolara, spółka przeznaczyła na zakupy 4,1 mld dolarów. Właściwie wszystkie te „pieniądze" pochodziły z prywatnie stworzonej przez firmę waluty – jej akcji zwykłych, teraz wycenianych w sumie na ponad 40 mld dolarów.

Był to rodzaj magicznej karuzeli finansowej. Im wyżej szły akcje CMGI, tym więcej firma była w stanie kupić. Im więcej firma mogła kupić, tym wyżej stały jej akcje. Po pierwsze, akcje mogły iść w górę pod wpływem pogłoski, że CMGI mogłaby je kupić, potem, gdy je nabyła, cena akcji wzrosła, ponieważ firma weszła w ich posiadanie. Nikt nie patrzył na to, że w ostatnim roku podatkowym CMGI straciła 127 mln dolarów na takich operacjach.

W Webster, w stanie Massachusetts, około 10 kilometrów na południowy zachód od siedziby CMGI mieszczącej się w Andover, znajduje się biuro Commerce Group Inc. CGI miała to wszystko, czego brakowało CMGI – oferowała ubezpieczenia komunikacyjne, głównie dla kierowców z Massachusetts. Były to niezbyt atrakcyjne akcje, spółka zaś należała do tradycyjnej branży. Jej akcje w 1999 roku straciły 23% swojej wartości, mimo, że jej dochód netto na koniec roku był niższy o zaledwie 7% od wyniku z roku poprzedniego. CGI wypłacała nawet czteroprocentowe dywidendy (CMGI nie płaciła żadnych). Przy całkowitej wartości rynkowej rzędu 870 mln dolarów, wartość akcji CGI była niemal 10 razy wyższa od dochodów spółki za rok 1999.

Całkiem znienacka, wszystko się odwróciło. Magiczna karuzela finansowa CMGI zaczęła zwalniać. Cena internetowych akcji spółki przestała rosnąć, a potem zaczęła spadać. Nie będąc już w stanie sprzedawać ich z zyskiem, CMGI musiała potraktować spadek ich wartości jako uszczerbek dla swych zysków. W 2000 roku spółka straciła 1,4 mld dolarów, w 2001 roku 5,5 mld, a w 2002 kolejne 500 mln. Cena akcji spadła ze 163,22 dolara na początku 2000 roku, do 98 centów na koniec roku 2002 – czyli strata wyniosła 99,4% wartości. Nieciekawa, stara CGI, utrzymywała swój stały poziom zysków, a wartość jej akcji wzrastała o 8,5% w 2000 roku, 43,6% w 2001, a w 2002 roku o 2,7% – w sumie osiągając 60%.

Para 6: Ball i Stryker

Między 9 a 23 lipca 2002 roku, cena akcji Ball Corp. spadła z 43,69 do 33,48 dolara – przy tej stracie rzędu 24% wartość rynkowa akcji spółki wyniosła

1,9 mld dolarów. W ciągu tych samych dwóch tygodni, cena akcji spółki Stryker spadła z 49,55 do 45,60 dolara. Taka strata wielkości 8% sprawiła, że całkowita wartość akcji tej spółki wyniosła 9 mld dolarów.

Co tak znacznie uszczupliło wartość udziałów spółek w tak krótkim czasie? Stryker, która produkowała protezy ortopedyczne i sprzęt chirurgiczny, wystosowała w ciągu tych dwóch tygodni tylko jedno oświadczenie dla prasy. 16 lipca spółka oznajmiła, że jej sprzedaż w drugim kwartale wzrosła o 15%, do kwoty 734 mln dolarów, a jej zysk podskoczył o 31%, do 86 mln dolarów. Następnego dnia, cena jej akcji wzrosła o 7%, potem zaczęła się znów obniżać.

Spółka Ball, kiedyś producent słynnych słoików „Ball Jar" używanych do przetworów owocowych i warzywnych, obecnie zajmuje się wytwarzaniem metalowych i plastikowych opakowań dla odbiorców przemysłowych. W ciągu tych dwóch tygodni, Ball nie wydała żadnego oświadczenia dla prasy. 25 lipca spółka oznajmiła jednak, że zarobiła 50 mln na sprzedaży, która w drugim kwartale wyniosła 1 mld dolarów. Był to przyrost rzędu 61% w porównaniu z tym samym okresem sprzed roku. Podniosło to jej zyski w ciągu następnych czterech kwartałów do 152 mln dolarów, zatem cena akcji Ball była 12,5 razy większa od dochodu spółki. Przy wartości księgowej wynoszącej 1,1 mld dolarów, można było kupić jej udziały za cenę 1,7 razy większą od wartości środków trwałych (swoją drogą, zadłużenie Ball wynosiło ponad 900 mln dolarów).

Spółka Stryker to inna liga. W ciągu ostatnich czterech kwartałów uzyskała 301 mln dolarów dochodu netto. Wartość księgowa Stryker wynosiła 570 mln dolarów. Akcje spółki sprzedawały się przy pokaźnym współczynniku – 30 razy w stosunku do zysków z ostatnich 12 miesięcy i blisko 16 razy w stosunku do wartości księgowej. Z drugiej strony, od 1992 roku do końca 2001 roku, zyski Stryker rosły 18,6% rocznie, a jej dywidendy zwiększały o prawie 21% rocznie. W 2001 roku, spółka wydała 142 mln dolarów na badania i budowanie bazy przyszłego wzrostu.

Co zatem zaważyło na spadku wartości akcji tych dwóch spółek? Między 9 a 23 lipca 2002 roku, kiedy spółka WorldCom ogłosiła swoją upadłość, notowania indeksu Dow Jones spadły z 9096,09 do 7702,34, czyli o 15,3%. Dobre wieści, dotyczące spółek Ball i Stryker przepadły wśród pesymistycznych nagłówków gazet, a spadek notowań rynkowych pociągnął ich akcje za sobą.

Chociaż w rezultacie akcje Ball okazały się dużo tańsze niż Stryker, nie świadczy to wcale o tym, że Ball to strzał w dziesiątkę, a Stryker to trafienie kulą w płot. Inteligentny inwestor zauważy, że panika na rynku może spra-

wić, że akcje dobrych spółek (jak Ball) osiągną znakomite ceny, zaś akcje doskonałych spółek (jak Stryker) będą miały dobrą cenę. Na koniec 2002 roku, ceny akcji Ball wynosiły 51,19 dolara, czyli wzniosły się o 53% w stosunku do lipcowego kryzysu. Stryker zakończyła rok ceną 67,12 dolara, która wzrosła o 47%. Od czasu do czasu idą na sprzedaż akcje i drogie, i rozwojowe. Które wybierzesz, zależy w dużej mierze od twej osobowości, ale prawdziwa okazja może czekać w obu przypadkach.

Para 7: Nortel i Nortek

Spółka Nortel Networks, zajmująca się produkcją światłowodów, w wydanym sprawozdaniu za rok 1999, szczyciła się, że był to „złoty rok finansowy". W lutym 2000 roku, przy wartości rynkowej przekraczającej 150 mld dolarów, cena akcji Nortel była 87 razy wyższa od zysków, jakie zdaniem analityków z Wall Street spółka miała osiągnąć w tym roku.

Na ile prawdopodobne były te prognozy? Rachunek należności spółki Nortel – wpływy od klientów, którzy jeszcze nie zapłacili rachunków za sprzedaż – wzrósł do 1 mld dolarów rocznie. Według firmy, wzrost ten był „spowodowany rozwojem sprzedaży w czwartym kwartale 1999 roku". Niemniej jednak, remanent wykazał w sumie 1,2 mld dolarów, co świadczyło o tym, że Nortel produkowała towar szybciej niż „rozwinięta sprzedaż" była w stanie go upłynnić.

Tymczasem suma „należności długoterminowych" spółki – nie zapłaconych rachunków z tytułu wieloletnich kontraktów – podskoczyła z 519 mln do 1,4 mld dolarów. Był to również ciężki czas dla spółki, jeśli chodzi o kontrolowanie wydatków – jej ogólne, administracyjne i związane ze sprzedażą koszty, wzrosły od 17,6% wartości dochodu w 1997 roku do 18,7% w roku 1999. Podsumowując, w 1999 roku Nortel straciła 351 mln dolarów.

Z kolei firma Nortek wytwarzała produkty znajdujące się na szarym końcu eleganckiej branży – okładziny winylowe, dzwonki do drzwi, wentylatory, okapy kuchenne i urządzenia do zgniatania śmieci. W 1999 roku firma zarobiła 49 mln dolarów przy 2 mld sprzedaży netto, podnosząc swoje zyski, w porównaniu do 21 mln dochodu netto przy sprzedaży wynoszącej 1,1 mld dolarów w 1997 roku. Margines zysków spółki Nortek (dochód netto potraktowany jako odsetek sprzedaży netto), wzrósł o prawie jedną trzecią, od 1,9% do 2,5%. Spółka zmniejszyła zaś koszty ogólne z 19,3% wartości dochodu do 18,1%.

Prawdę rzekłszy, ekspansja Nortek w większości polegała na kupowaniu innych spółek, nie zaś na jej wewnętrznym rozwoju. Co więcej, jej zadłużenie wynosiło 1 mld dolarów, a to stanowiło duże obciążenie dla tak małej firmy. Jednak w lutym 2000 roku, cena akcji Nortek – wynosząca prawie pięć razy tyle, co wartość zysków w 1999 roku – zawierała zdrową dawkę pesymizmu.

Z drugiej strony, cena akcji Nortel – 87 razy tyle, co szacowana na chybił trafił wysokość zysku spółki w nadchodzącym roku, to nadmiar optymizmu. Kiedy przyszło co do czego, zamiast przepowiadanego przez analityków zysku 1,30 dolara na akcję, Nortel straciła w 2000 roku 1,17 dolara na akcję. Na koniec 2002 roku straty tej spółki wynosiły ponad 36 mld dolarów.

Nortek tymczasem, zarobiła w 2000 roku 41,6 mln dolarów, 8 mln w 2001 roku i 55 mln w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy 2002 roku. Pod koniec tego roku, cena jej akcji wzrosła o 63%, z 28 do 45,75 dolara. Zarząd Nortek uczynił ze spółki własność prywatną, wykupując wszystkie akcje od prywatnych inwestorów po 46 dolarów za sztukę. W międzyczasie, ceny akcji Nortel spadły z 56,81 dolara w lutym 2002 roku do 1,61 dolara na koniec roku, czyli strata wyniosła 97%.

Para 8: Red Hat i Brown Shoe

11 sierpnia 1999 roku, spółka Red Hat Inc., dystrybutor oprogramowania Linux, po raz pierwszy wystawiła swoje akcje do sprzedaży w ofercie publicznej. Była to bardzo „gorąca" emisja. Oferowana cena jednej akcji wynosiła 7 dolarów, początkowo sprzedawały się one po 23 dolary, a stanęły na kwocie 26,031 dolara, co daje 272% wzrostu.* Akcje Red Hat poszły wyżej, niż akcje Brown Shoe w ciągu ostatnich 18 lat. Do 9 grudnia, cena akcji Red Hat podskoczyła do 143,13 dolara, osiągając 1944% wzrostu w ciągu czterech miesięcy.

Tymczasem Brown Shoe miała splątane sznurówki. Założona w 1878 roku spółka, prowadzi sprzedaż hurtową butów marki Buster Brown i ponad 1300 sklepów obuwniczych w Stanach Zjednoczonych oraz Kanadzie. Akcje Brown Show, których cena 11 sierpnia wynosiła 17,50 dolara, kosztowały 9 grudnia tylko 14,31 dolara. W 1999 roku udziały Red Shoe straciły 17,6% swej wartości.**

* Wszystkie ceny akcji Red Hat dostosowane są do pomnożenia w stosunku dwa do jednego, które nastąpiło w styczniu 2000 roku.

** Jak na ironię, 65 lat wcześniej, Graham wyróżnił Brown Shoe jako jedną z najbardziej stabilnych spółek notowanych na NYSE. Zobacz wydanie *Security Analysis* z 1934 roku, str. 159.

Co otrzymali inwestorzy Red Hat, poza niepospolitą nazwą i „gorącymi akcjami"? Przez dziewięć miesięcy, aż do 30 listopada, spółka osiągnęła 13 mln dolarów przychodu, przy czym strata netto wyniosła 9 mln.* Cały interes Red Hat był niewiele większy od sklepu spożywczego, za to dużo mniej dochodowy. Jednak sprzedawcy akcji, podnieceni słowami „oprogramowanie" oraz „Internet" doprowadzili do tego, że całkowita wartość udziałów Red Hat wynosiła 9 grudnia 21,3 mld dolarów.

A co z Brown Shoe? Podczas ostatnich trzech kwartałów spółka ta osiągnęła 1,2 mld dolarów przychodu i 32 mln zysku. Kapitał Brown Shoe wynosił blisko 5 dolarów w przeliczeniu na jedną akcję, w formie środków pieniężnych i nieruchomości. Dzieci nadal kupowały buty marki Buster Brown. 9 grudnia całkowita wartość akcji tej spółki osiągała 261 mln dolarów – prawie 1/80 wartości Red Hat, nawet jeśli wpływy Brown Shoe były 100 razy większe. Przy takiej cenie wartość akcji Brown Shoe była 7,6 razy większa od jej rocznego zysku i wynosiła mniej niż jedną czwartą rocznej sprzedaży. Z drugiej strony Red Hat nie miała wcale zysków, podczas gdy wartość jej akcji była 1000 razy większa od rocznej sprzedaży.

Spółka Red Hat zaczynała wykazywać straty na tyle duże, by pociągnęły akcje w dół. Brown Shoe z kolei osiągała większe zyski, co wpływało również na jej udziałowców:

Tabela 18.4. Red Hat kontra Brown Shoe

	2000	2001	2002
	Red Hat		
Całkowity zwrot (%)	–94,1	13,6	–16,8
Zysk netto (w mln dolarów)	–43	–87	–140
	Brown Shoe		
Całkowity zwrot (%)	–4,6	28,2	49,5
Zysk netto (w mln dolarów)	36	36	–4

Uwagi: Całkowite zyski dla roku kalendarzowego, dochód netto dla roku podatkowego.
Źródło: www.morningstar.com

Czego się nauczyliśmy? Rynek, na krótką metę, kpi sobie z zasad Grahama, lecz w końcu zawsze docenia ich wartość. Jeżeli kupujesz akcje wyłącznie dlatego, że ich *cena* poszła w górę – zamiast spytać, czy podstawowa *wartość* spółki rozwija się – prędzej czy później srodze się zawiedziesz. Nie prawdopodobnie. Na pewno.

* Posługuję się dziewięciomiesięcznym okresem tylko dlatego, że wyników Red Hat z 12 miesięcy nie można opierać na jej deklaracjach finansowych, bez uwzględniania skutków zakupów dokonanych przez spółkę.

ROZDZIAŁ 19

Akcjonariusze i zarządy – polityka dywidend

Już od 1934 roku, zalecaliśmy akcjonariuszom inteligentniejszy i bardziej aktywny stosunek do zarządów spółek. Naklanialiśmy ich do wielkodusznego podejścia do tych, którzy bez wątpienia wykonują dobrą robotę. Namawialiśmy ich również, by wymagali jasnych i zadowalających wyjaśnień, kiedy rezultaty wydają się gorsze niż powinny, a także by wspierali działania dążące do poprawy, bądź usunięcia, zarządów niewydajnych. Pytania akcjonariuszy, dotyczące kompetencji zarządu, są uzasadnione kiedy: wyniki są niezadowalające same w sobie; gorsze, niż osiągnięcia innych spółek, których sytuacja wydaje się podobna; prowadzą do niezadowalającej ceny rynkowej, utrzymującej się przez długi okres czasu.

W ciągu ostatnich 36 lat, masa akcjonariuszy praktycznie nic nie osiągnęła. Ktoś rozsądny mógłby potraktować to jako znak, że traci swój czas, więc lepiej się poddać. Tak się składa, że sprawa nie jest przegrana, a uratowało ją uboczne wydarzenie, znane jako przejęcie albo wykupienie udziałów*. W Rozdziale 8. stwierdziliśmy, że kiepskie zarządzanie prowadzi do kiepskich cen rynkowych. Z kolei niskie ceny, przyciągają uwagę spółek nastawionych na zróżnicowanie swej działalności – a jest ich teraz całe mnóstwo.

* Jak na ironię, przejęcia zaczęły tracić popularność wkrótce po tym, kiedy ukazało się ostatnie, poprawione wydanie dzieła Grahama, w latach 70. i wczesnych 80. odgrywały nikłą rolę w rozwoju nowoczesnego amerykańskiego przemysłu. Samochody okazały się „gratami", telewizory i radia ciągle się psuły, a dyrektorzy wielu spółek, których akcje znajdowały się w publicznej sprzedaży, ignorowali zarówno interesy swoich udziałowców, jak i perspektywy własnych firm. Wszystko zaczęło się zmieniać w 1984 roku, kiedy to niezależny potentat naftowy, T. Boone Pickens dokonał agresywnego wykupienia udziałów spółki Gulf Oil. Wkrótce gospodarczy krajobraz Ameryki, zaroił się od „najeźdźców", którzy zasileni trzeciorzędnymi akcjami dostarczanymi przez Drexel Burnham Lambert, siali popłoch wśród sklerotycznych spółek, wprowadzając nową dietę wydajności. Podczas, gdy wiele spółek zaangażowało się w wyprzedaże i wykupienia, reszta amerykańskiej gospodarki jeszcze poprawiła swoją kondycję.

Niezliczona ilość takich przejęć została doprowadzona do skutku za zgodą istniejących zarządów albo przez nagromadzenie akcji na rynku, albo przez oferty składane za plecami tych, którzy sprawują kontrolę. Oferta cenowa zazwyczaj mieściła się w granicach wartości rozsądnie i kompetentnie zarządzanego przedsiębiorstwa. Stąd też, w wielu przypadkach, dla bezwolnego, przeciętnego akcjonariusza, wybawieniem były działania „tych z zewnątrz" – którzy mogli czasem poprzeć pojedyncze osoby lub grupy, działające na własny rachunek.

Można uznać za regułę, z bardzo niewieloma wyjątkami, że kiepskie zarządzanie nie zmienia się pod wpływem „publicznych akcjonariuszy", ale tylko pod naporem pojedynczych osób albo grup. Zdarza się dosyć często, że zarząd, włącznie z radą nadzorczą typowej spółki o publicznych udziałach, zauważa, że gdy skutki jego działania oraz wynikająca z nich cena rynkowa są wysoce niezadowalające, spółka może stać się celem skutecznego wykupienia udziałów. W konsekwencji, rady nadzorcze muszą bardziej przejmować się swoimi obowiązkami niż ich poprzednicy, aby pokazać, że spółka jest dostatecznie dobrze zarządzana. W ostatnich latach zauważa się znacznie więcej zmian prezesów niż kiedyś.

Nie wszystkie, spośród niezadowalających spółek, zyskały na takich zmianach. Równie często zachodziły one po długim okresie złych wyników, kiedy to nie wprowadzono działań zaradczych, i zależały od dosyć rozczarowanych akcjonariuszy, sprzedających swoje udziały po niskich cenach, co pozwalało energicznym „ludziom z zewnątrz" uzyskać kontrolę nad akcjami. Jednak pomysł, żeby zwykli akcjonariusze mogli coś zrobić, wspierając działania mające na celu polepszenie zarządzania spółką i politykę zarządu, okazał się zbyt nierealny, by poświęcać mu więcej miejsca w tej książce. Indywidualni akcjonariusze, którzy są na tyle obrotni, by zaznaczyć swoją obecność na corocznych spotkaniach, nie będą potrzebować naszych porad, jak należy poruszać się w rozmowach z zarządem. Jeśli chodzi o innych, taka rada jest i tak zbyteczna. Niemniej jednak, pozwolimy sobie zakończyć ten podrozdział apelem, aby akcjonariusze podchodzili z otwartym umysłem, rozwagą i skupieniem do wszystkich materiałów, przesyłanych im przez innych inwestorów, którzy chcą zaradzić niezadowalającym wynikom zarządu spółki.

Akcjonariusze a polityka dywidend

W przeszłości, polityka dywidend była całkiem częstym przedmiotem sporów między publicznymi albo „mniejszościowymi" akcjonariuszami, a zarządem. Ogólnie rzecz biorąc, udziałowcy ci chcieli uzyskać hojniejsze dywidendy, podczas gdy zarząd wolał trzymać zyski w swoich rękach, aby „wzmocnić spółkę". Żądał od akcjonariuszy, aby poświęcili swoje bieżące interesy dla dobra przedsiębiorstwa i dla swych przyszłych, długoterminowych korzyści. Jednak w ostatnich latach, podejście udziałowców do dywidend uległo stopniowej, znaczącej przemianie. Obecnie, podstawowym argumentem przemawiającym za wypłacaniem dywidend raczej mniejszych niż większych, nie są finansowe „zapotrzebowania" spółki, lecz to, jak może ona przyczynić się do bezpośredniego i natychmiastowego zysku udziałowców, zachowując te fundusze na rozwój swojej rentowności. Przed laty stanowiło normę, że słabe spółki, w mniejszym bądź większym stopniu, zmuszane były do trzymania się swoich zysków, zamiast wypłacać zwykle 60% czy 75% z nich w formie dywidend. Efekt prawie zawsze był odwrotny do ceny rynkowej akcji. Teraz jest zupełnie prawdopodobne, że całkiem silne i rozwijające się przedsiębiorstwo, celowo wstrzymuje wypłaty dywidend przy aprobacie zarówno inwestorów, jak i graczy.*

Zawsze istniała teoretyczna możliwość ponownego zainwestowania zysków w firmę, wstrzymanie środków mogłoby zostać przeznaczone na produkcję albo zwiększenie dochodów. Jest jednak kilka silnych argumentów przeciw, takich jak: zyski „należą" do akcjonariuszy i są oni uprawnieni do wypłat w granicach rozważnego zarządzania; dla wielu udziałowców, zyski z dywidend to forma utrzymania i są to w tym wypadku „prawdziwe pieniądze", podczas gdy zatrzymane w spółce, mogą nie mieć później tak namacalnej wartości. Argumenty te były nie do odparcia i rynek giełdowy zaczął regularnie sprzyjać spółkom wypłacającym wysokie dywidendy, w przeciwieństwie do tych, które nie płaciły ich wcale, bądź były stosunkowo skąpe.[1]

W ciągu ostatnich 20 lat teoria „zyskownych inwestycji wtórnych" znajdowała podatny grunt. Im lepsze notowania wzrostu z przeszłości, tym łatwiej udziałowcom i graczom przychodziło zaakceptować politykę niskich wypłat. Tym bardziej, że w wielu przypadkach faworyzowanych spółek, stawka dywidend – czy nawet brak jakichkolwiek dywidend – zdawała się nie mieć właściwie żadnego wpływu na cenę rynkową.**

---

* Ironia, którą tutaj prezentuje Graham, spotęgowała się w latach 90., kiedy zdawało się, że im silniejsza spółka, tym mniej prawdopodobne, że będzie wypłacać dywidendy, albo że będą tego wymagać jej udziałowcy. „Współczynnik płatności" (albo odsetek zysków netto, które spółka wypłaca w formie dywidend) spadł z 60% lub 75% w czasach Grahama, a do 35% czy 40% pod koniec lat 90.

** Pod koniec lat 90., spółki z branży technologicznej szczególnie mocno broniły swego poglądu, że wszystkie ich dochody powinny być „z powrotem zasiane na gruncie firmy", gdzie mogą

Uderzającym przykładem takich praktyk, jest historia spółki Texas Instruments Incorporated. Cena jej akcji zwykłych podniosła się z 5 dolarów w 1953 roku do 256 dolarów w 1960 roku, podczas gdy zyski rosły od 43 centów do 3,91 dolara na akcję i nie były wypłacane żadne dywidendy (w 1962 roku spółka ta zainicjowała wypłaty dywidend, ale w tym samym roku zyski obniżyły się do 2,14 dolara na akcję, zaś cena wykazała niebywały spadek do 49 dolarów).

Inny skrajny przykład to Superior Oil. W 1948 roku spółka zadeklarowała dochód wysokości 35,26 dolara na akcję, z czego 3 dolary były wypłacane w formie dywidend, zaś cena akcji osiągnęła kwotę 235 dolarów. W 1953 roku dywidendy zostały zredukowane do 1 dolara, jedna cena akcji wzrosła do 660 dolarów. W 1957 roku spółka *w ogóle nie wypłaciła dywidend*, zaś jej akcje sprzedawały się po 2000 dolarów! Cena tej niezwykłej emisji spadła później, w 1962 roku, do kwoty 795 dolarów, podczas gdy zysk na akcję wynosił 49,50 dolara, a dywidendy 7,50 dolara.

Zapatrywania inwestycyjne nie są konkretne, jeżeli chodzi o politykę dywidend w rozwijających się spółkach. Sprzeczne punkty widzenia dobrze pokazują przypadki naszych dwóch największych korporacji – American Telephone & Telegraph oraz International Business Machines. American Tel.&Tel. zaczęła być postrzegana jako emitent akcji o dobrych możliwościach rozwoju, była znana z tego, że w 1961 roku jej sprzedaż 25 razy przekroczyła roczny zysk. Niemniej jednak, przyjęta przez spółkę polityka dywidend, na pierwszym miejscu stawiała inwestycje i spekulacje, zaś notowania bardzo czule reagowały nawet na *pogłoski* o zbliżającym się wzroście stawki dywidend. Z drugiej strony, podobnie niskie zainteresowanie zdawały się wywoływać dywidendy *gotówkowe*, wypłacane przez spółkę IBM, które w 1960 roku przyniosły tylko 0,5% najwyższej ceny w roku, a 1,5% na koniec 1970 roku (jednak w obu przypadkach pomnożenie akcji miało ogromny wpływ na rynek giełdowy).

Stosunek rynku do polityki wypłacania dywidend gotówkowych zdaje rozwijać się w następującym kierunku: tam, gdzie nie kładzie się nacisku przede wszystkim na wzrost, akcje uważane są za „kwestię zysków", a stawka dywidend ma długotrwałe znaczenie jako najważniejszy czynnik kształtujący cenę rynkową. Na przeciwnym krańcu, akcje są oczywiście po-

---

przyczynić się do wyższych zysków, niż te, które mógłby osiągnąć jakiś zewnętrzny akcjonariusz, ponownie inwestując te same pieniądze, gdyby otrzymał je w formie dywidend. Co niezwykłe, udziałowcy nigdy nie kwestionowali tej protekcjonalnej zasady – czy nawet nie zdawali sobie sprawy, że pieniądze spółki należą do akcjonariuszy, a nie jej dyrektorów. Więcej na ten temat w Komentarzu do tego Rozdziału.

strzegane w kategoriach szybkiego wzrostu i wyceniane przede wszystkim pod kątem wskaźnika wzrostu na, powiedzmy, najbliższe dziesięciolecie, zaś stawka dywidend jest, w mniejszym czy większym stopniu, pomijana w tej kalkulacji.

Powyższe stwierdzenie może opisać aktualne tendencje, stanowi bez wątpienia precyzyjny drogowskaz w sytuacji wszystkich akcji zwykłych, ale nie dotyczy większości z nich. Po pierwsze, wiele spółek zajmuje pośrednią pozycję między przedsiębiorstwami rozwijającymi się i pogrążonymi w stagnacji. Trudno powiedzieć, jakie znaczenie ma w takich przypadkach czynnik wzrostu, a nastawienie rynku do tego czynnika może się radykalnie zmieniać z roku na rok. Po drugie, paradoksalne jest wymaganie, by spółki wolniej się rozwijały, co prowadziłoby do podniesienia stawki dywidend. Z tego też względu, ogólnie rzecz biorąc, im mniej dochodowe udziały i lepiej prosperująca w przeszłości firma, tym większe oczekiwanie na obfitsze i wciąż wzrastające dywidendy.

W naszym przekonaniu, akcjonariusze powinni wymagać od swoich zarządów zarówno normalnej wypłaty zysków – w relacji, powiedzmy, dwie trzecie – jak również konkretnych dowodów na to, że ponownie zainwestowane zyski doprowadziły do zadowalającego wzrostu dochodu w przeliczeniu na akcję. Taka demonstracja wyników, mogłaby być czymś zwyczajnym w reorganizowanej, rozwijającej się spółce. Jednak w wielu innych przypadkach, niskie wypłaty są oczywiście kwestią średniej ceny rynkowej, która jest niższa od szacowanej wartości, a wtedy akcjonariusze mają wszelkie prawa do zasięgania informacji i do narzekań.

Często spółki przyjmują skąpą politykę, ponieważ ich pozycja finansowa jest stosunkowo słaba i potrzebują wszystkich albo większości swoich zysków (oraz kosztów amortyzacji), na spłatę zadłużeń oraz polepszenie stanu kapitału obrotowego. Kiedy tak się dzieje, akcjonariusze niewiele mają do powiedzenia – poza krytykowaniem zarządu, że pozwolił popaść spółce w tak niezadowalającą sytuację finansową. Choć czasami dywidendy są utrzymywane na niskim poziomie przez względnie ubogie spółki, które jawnie przeznaczają je na rozwinięcie swej działalności. Sądzę, że taka polityka jest nielogiczna i wymaga zarówno wyczerpującego objaśnienia, jak i przekonywującego uzasadnienia, zanim przystaną na nią akcjonariusze. Co się tyczy notowań z przeszłości, nie ma powodu, by z góry uwierzyć, że właściciele skorzystają na wspieranej ich pieniędzmi ekspansji spółki, która wykazuje przeciętne wyniki i zachowuje stary zarząd.

Dywidendy z akcji a split akcji

Ważne jest, by inwestorzy zrozumieli, na czym polega różnica między dywidendami z akcji (jak brzmi ich prawidłowa nazwa), a splitem akcji. To ostatnie jest przeformułowaniem struktury akcji zwykłych – w typowym przypadku poprzez wyemitowanie dwóch albo trzech akcji w miejsce jednej. Nowe akcje nie odnoszą się do określonych zysków, zainwestowanych ponownie w określonym przedziale czasu. Ich celem jest utrzymanie niższych cen rynkowych wybranych akcji, przypuszczalnie dlatego, że taki niższy przedział cenowy jest bardziej do przyjęcia dla starych i nowych akcjonariuszy. Split akcji może być przeprowadzany przez (mówiąc technicznie) dywidendę z akcji, która zawiera przeniesienie sum z nadwyżki dochodów do bilansu płatniczego, czy też zamianę na wartość nominalną, pozostającą bez wpływu na rachunek nadwyżek.*

To, co powinniśmy określać jako *prawidłową dywidendę z akcji*, jest sumą wypłacaną akcjonariuszom, aby dać im namacalny dowód albo wyobrażenie określonych dochodów, które zostały ponownie zainwestowane w działalność spółki, na pewien stosunkowo krótki okres w najbliższej przeszłości – powiedzmy, że nie więcej, jak dwa poprzednie lata. Jest dziś ogólnie przyjętą praktyką, określanie przybliżonej wartości takich dywidend w momencie złożenia oświadczenia oraz przeniesienia sumy równej tej wartości, z nadwyżki dochodów do bilansu płatniczego. Dlatego kwota typowych dywidend z akcji jest stosunkowo niska – w większości przypadków nie większa, jak 5%. W istocie, tego rodzaju dywidendy z akcji, wywierają taki sam efekt ogólny, jak wypłacanie akcjonariuszom równowartości pieniężnej zysków, którym towarzyszyłaby sprzedaż dodatkowych akcji o zbliżonej wartości ogólnej. Niemniej jednak, zwyczajne dywidendy z akcji posiadają udogodnienia podatkowe, bardziej znaczące, niż inne, równorzędne kombinacje dywidend pieniężnych i praw do przedpłaty akcji, co jest prawie typowe dla spółek z sektora użyteczności publicznej.

New York Stock Exchange ustaliła liczbę 25%, jako linię podziału między splitem akcji a dywidendami. Tym 25% albo więcej, nie musi towarzyszyć przeniesienie ich wartości rynkowej z nadwyżki dochodów do kapitału,

* Obecnie, właściwie wszystkie pomnożenia akcji, przebiegają za pośrednictwem zmiany wartości. W pomnożeniu w stosunku dwa do jednego, jedna akcja zamienia się w dwie, a każda sprzedaje się za połowę poprzedniej ceny pierwotnej, pojedynczej akcji. W pomnożeniu trzy do jednego, jedna akcja zamienia się w trzy, a każda sprzedaje się za jedną trzecią poprzedniej ceny, i tak dalej. Tylko w bardzo rzadkich przypadkach, spotykamy się z sumą przeniesioną „z nadwyżki dochodów do bilansu płatniczego", jak w czasach Grahama.

i tak dalej.* Niektóre spółki, szczególnie banki, wciąż praktykują stary zwyczaj deklarowania każdego rodzaju dywidend z akcji – tzn. dziesięcioprocentowych, nieadekwatnych do ostatnich dochodów – i takie przypadki powodują niepożądane zamieszanie w świecie finansowym.

Przez długi czas byliśmy zaciekłymi obrońcami systematycznej i jasno wyrażanej polityki, respektującej wypłaty dywidend z akcji. Zgodnie z taką polityką, dywidendy są wypłacane co pewien okres, aby skapitalizować całość lub ustaloną część zysków ponownie zainwestowanych w działalność spółki. Taką politykę – obejmującą 100% ponownie zainwestowanych zysków – prowadziły Purex, Government Employees Insurance i prawdopodobnie parę innych spółek.**

Wszelkiego rodzaju dywidendy z akcji, zdają się nie zyskiwać aprobaty większości akademickich znawców tematu. Twierdzą oni, że są to wyłącznie kawałki papieru, które nie dają akcjonariuszom nic, czego by nie mieli wcześniej, a pociągają za sobą zbyteczne wydatki i kłopoty.*** Ze swojej strony, uważamy to za całkowicie doktrynerski punkt widzenia, który nie bierze pod uwagę praktycznych i psychologicznych realiów inwestowania. To prawda, okresowe dywidendy z akcji – powiedzmy, w wysokości 5% – zmieniają jedynie „formę" inwestowania. Udziałowiec posiada 105 akcji zamiast 100, jednak bez dywidend te pierwotne 100 akcji mogłoby odzwierciedlać ten sam status własności, jaki teraz zawiera się w jego 105 akcjach. Niemniej jednak, taka zmiana formy ma dla niego znaczenie i wartość. Gdyby zażyczył sobie pieniądze ze swego udziału we wtórnie zainwestowanych zyskach, może sprzedać przysłane mu nowe świadectwo udziałowe, nie

* Split akcji oraz dywidendy ustala Reguła 703 New York Stock Exchange. NYSE wyznacza obecnie wysokość dywidend jako większą od 25%, a mniejszą niż 100% „częściowego pomnożenia akcji". W przeciwieństwie do czasów Grahama, takie dywidendy mogą obecnie spowodować wymóg rozliczeniowy NYSE, aby kwota dywidend była kapitalizowana na podstawie zachowanych dochodów.

** Ta polityka, niezwykła już w czasach Grahama, dzisiaj jest bardzo rzadka. W 1936 roku, i ponownie w 1950 roku, niemal połowa wszystkich spółek notowanych na NYSE wypłacała tak zwane dywidendy specjalne. W 1970 roku odsetek ten zmalał do 10%, a w latach 90. był nie większy jak 5%. Zobacz: Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, Douglas J. Skinner, *Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling*, *Journal of Financial Economics*, tom 57, nr 3, wrzesień 2000, str. 309–354. Najbardziej wiarygodnym wytłumaczeniem tego spadku jest to, że dyrektorzy spółek poczuli się nieswojo z koncepcją, że akcjonariusze mogliby potraktować dywidendy specjalne jako zapowiedź obniżenia przyszłych zysków.

*** Akademicką krytykę dywidend prowadzili Merton Miller i Franco Modigliani, których wpływowy artykuł *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, opublikowany w 1961 roku, pomógł im zdobyć Nagrodę Nobla w dziedzinie ekonomii. Miller i Modigliani przekonywali, że dywidendy są w istocie oderwane od sedna sprawy, gdyż inwestor nie powinien się martwić, czy jego zyski objawiają się w dywidendach i rosnącej cenie akcji, czy też w samym tylko wzroście cen akcji, trwającym tak długo, jak całkowity zysk jest taki sam w obu przypadkach.

będąc przy tym zmuszony do pozbywania się swego pierwotnego świadectwa. Może liczyć na otrzymanie tej samej stawki dywidendy pieniężnej z tytułu posiadania 105 akcji, co za poprzednie 100 akcji. Pięcioprocentowy wzrost stawki dywidend pieniężnych, który nie dotyczy dywidend akcyjnych, nie byłby aż tak prawdopodobny.*

Przewaga polityki okresowych dywidend z akcji, jest najbardziej widoczna, jeśli porównać ją ze zwykłą praktyką spółek sektora użyteczności publicznej, które wypłacają wysokie dywidendy pieniężne i odbierają swym akcjonariuszom sporą część tych pieniędzy, sprzedając im dodatkowe akcje (poprzez prawo przedpłaty).** Jak już wspomnieliśmy wcześniej, udziałowcy mogliby znaleźć się dokładnie w takim samym położeniu, gdyby otrzymali dywidendy z akcji, zamiast popularnego połączenia dywidend pieniężnych i przedpłaty akcji – prócz tego mogliby zaoszczędzić na podatku dochodowym, płaconym od dywidend pieniężnych. Ci, którzy chcą osiągać maksymalny roczny dochód w formie pieniężnej, bez dodatkowych akcji, mogą to zrobić, sprzedając swoje dywidendy akcyjne w ten sam sposób, w jaki obecnie praktykuje się sprzedaż praw do przedpłaty.

Łączna kwota podatku dochodowego, jaką można zaoszczędzić, zastępując dywidendy akcyjne kombinacją dywidend i praw do przedpłaty, jest ogromna. Nalegamy, aby dokonać tej zmiany w związku z akcjami sektora użyteczności publicznej, mimo, że dla Skarbu Państwa może to być niekorzystne. Jesteśmy bowiem przekonani, że to niesprawiedliwe, by nakładać drugi (osobisty) podatek dochodowy od zysków, które tak naprawdę nie trafiają do rąk akcjonariuszy, kiedy spółki otrzymują te pieniądze z powrotem, poprzez sprzedaż swoich akcji.***

---

* Argumentacja Grahama nie jest już aktualna i dzisiejszy inwestor może spokojnie pominąć ten fragment. Akcjonariusze nie chcą już martwić się „koniecznością pozbywania się" świadectwa udziałowego, ponieważ wszystkie akcje występują dzisiaj w elektronicznej, a nie papierowej formie. Kiedy zaś Graham twierdzi, że pięcioprocentowy wzrost dywidend pieniężnych ze 100 akcji jest mniej „prawdopodobny" niż stałe dywidendy ze 105 akcji, nie jest jasne, jak mógł on w ogóle obliczyć takie prawdopodobieństwo.

** Prawo przedpłaty, znane często jako „prawo", jest wykorzystywane znacznie rzadziej, niż za czasów Grahama. Polega ono na umożliwieniu akcjonariuszowi zakupu nowych akcji, czasami z obniżką w stosunku do ceny rynkowej. Akcjonariusz, który w tym nie uczestniczy, będzie w rezultacie posiadał proporcjonalnie mniej udziałów w spółce. Stąd też, jak w przypadku tak wielu innych rzeczy, które występują pod nazwą „praw", często jest w nich trochę przymusu. Prawa takie, są dziś najbardziej popularne wśród funduszy zamkniętych oraz spółek ubezpieczeniowych i inwestycyjnych.

*** Administracja prezydenta George'a W. Busha, dokonała w 2003 roku postępu w sprawie złagodzenia problemu podwójnego opodatkowania dywidend wypłacanych przez spółki, chociaż jest zbyt wcześnie, by oceniać, na ile ukażą się w tej kwestii ostateczne przepisy. Oczywistym rozwiązaniem byłoby określenie wypłaty dywidend, jako wydatku możliwego do odliczenia od dochodu (przed opodatkowaniem) spółki, lecz ustawa tego nie proponuje.

Prężnie działające korporacje, nieustannie rozwijają swoje udogodnienia, unowocześniają produkty, księgowość, programy szkolenia kadr kierowniczych i relacje między pracownikami. Najwyższy czas, aby pomyślały o unowocześnieniu swoich najważniejszych praktyk finansowych, wśród których polityka dywidend nie jest najmniej ważna.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 19

Najbardziej niebezpiecznym kłamstwem jest lekko zniekształcona prawda.
G. C. Lichtenberg

Dlaczego Graham dał za wygraną?

Przypuszczalnie, żadna cześć tej książki nie została tak drastycznie zmieniona przez Grahama, jak ta. W pierwszym wydaniu rozdział ten stanowił jeden z dwóch elementów, które razem zajmowały 34 strony. Pierwotny fragment, zatytułowany *Inwestor jako właściciel spółki*, dotyczył prawa akcjonariuszy do głosowania, sposobów oceniania jakości zarządzania spółką oraz metod wykrywania konfliktów interesu między wewnętrznymi i zewnętrznymi inwestorami. Jednakże, w ostatnim wydaniu poprawionym, Graham ograniczył cała tę dyskusję do kilku zwięzłych stron poświęconych dywidendom.

Dlaczego autor wyciął ponad trzy czwarte swego pierwotnego wywodu? Po dziesięcioleciach przekonywania, najwidoczniej porzucił nadzieję, że inwestorzy mogą w ogóle wykazywać jakiekolwiek zainteresowanie obserwacją zachowania zarządów spółek.

Jednak ostatnia epidemia skandali – oskarżenia o różne wybryki kierowane pod adresem zarządów, podejrzane rozliczenia czy intrygi podatkowe w wielkich firmach, jak AOL, Enron, Global Crossing, Sprint, Tyco i WorldCom – jaskrawo przypomina, że wcześniejsze przestrogi Grahama, dotyczące potrzeby nieustannej czujności, są bardziej aktualne, niż kiedykolwiek. Wróćmy więc do nich i omówmy je w świetle współczesnych wydarzeń.

Teoria kontra praktyka

Graham zaczyna swój pierwszy, napisany w 1949 roku, wywód *Inwestor jako właściciel spółki*, podkreślając, że *w teorii* „akcjonariusze jako klasa są królami. Działając w większości, mogą wybierać oraz zwalniać zarządy i nakłaniać je całkowicie do swej woli". Jednak *w praktyce*, pisze Graham:

> ...akcjonariusze to kompletne nieporozumienie. Jako klasa nie wykazują ani inteligencji, ani czujności. Głosują w owczym pędzie za wszystkim, co zaproponuje zarząd, niezależnie od tego, jak kiepskie byłyby jego osiągnięcia. (...) Jedynym sposobem, by natchnąć przeciętnego amerykańskiego akcjonariusza do podjęcia jakichś niezależnych, inteligentnych działań, jest podłożenie mu petardy. (...) Nie mogę powstrzymać się od napisania tu, że Jezus był bardziej praktycznym biznesmenem, niż amerykańscy akcjonariusze.*

Graham chce uświadomić coś podstawowego, lecz niesamowicie głębokiego: Kupując akcje stajesz się właścicielami spółki. Kadry kierownicze wszystkich szczebli, włącznie z prezesem, pracują dla ciebie. Rada nadzorcza musi ci odpowiadać. Jej pieniądze należą do ciebie. Jeśli nie podoba ci się, jak spółka jest zarządzana, masz prawo żądać, by dyrektorzy zostali zwolnieni, rada nadzorcza zmieniła się, majątek został sprzedany. „Akcjonariusze – oświadcza Graham – powinni się przebudzić."**

Inteligentny właściciel

Współcześni inwestorzy zapomnieli o przesłaniu Grahama. Większość wysiłku wkładają w nabycie akcji, trochę w ich sprzedaż, i żadnego w ich posiadanie. „Z pewnością" – przypomina Graham – „jest tak samo wiele powodów do egzekwowania uwagi i rozsądku w *byciu*, jak i w *stawaniu się* akcjonariuszem".***

Jak zatem, jako inteligentny inwestor, powinieneś zabrać się do bycia inteligentnym właścicielem? Graham zaczyna od pouczenia, że „są tylko dwa zasadnicze pytania, na które akcjonariusze powinni zwrócić swą uwagę:

* Benjamin Graham, *The Intelligent Inwestor*, Harper&Row, Nowy Jork 1949, str. 217, 219, 240. Graham wyjaśnia swoje nawiązanie do Jezusa w taki sposób: „W co najmniej czterech przypowieściach ewangelicznych istnieje odwołanie do wielce krytycznego związku między człowiekiem zamożnym i tym, który opiekuje się jego majątkiem. Najbardziej warte przytoczenia są słowa, jakie pewien bogaty człowiek wypowiada do swego sługi, czy zarządcy, który został oskarżony o marnowanie jego dóbr: „Zdaj sprawę z twego zarządu, bo już nie będziesz mógł być rządcą" (Łk 16,2.). Spośród innych paraboli, Graham zdaje się mieć na myśli fragment Ewangelii św. Mateusza – Mt 25,15–28.

** Benjamin Graham, *A Questionnaire on Stockholder-Management Relationship*, *The Analysts Yournal*, czwarty kwartał 1947 roku, str. 62. Graham podkreśla, że przeprowadził badanie wśród blisko 600 zawodowych analityków giełdowych i odkrył, że ponad 95% z nich wierzy, że akcjonariusze mają prawo żądać formalnego dochodzenia w stosunku do dyrektorów, których rządy nie podnoszą wartości akcji. Graham dodaje lakonicznie, że „takie działania są prawie niespotykane w praktyce". To zaś, powiada „uwydatnia przepaść między tym, co powinno się wydarzyć, a tym co dzieje się w relacjach między akcjonariuszami a zarządem".

*** Graham, Dodd, *Security Analysis*, 1934, str. 508

1. Czy zarząd jest wystarczająco wydajny?
2. Czy interesy przeciętnego *zewnętrznego akcjonariusza* są właściwie doceniane?"*

Powinieneś oceniać wydajność zarządu, porównując rozmiar rentowności oraz konkurencyjność każdej ze spółek z podobnymi firmami w tej branży. A co, jeśli dojdziesz do wniosku, że zarząd nie jest dobry? Graham zaleca:

> Po pierwsze, niektórzy spośród bardziej znaczących akcjonariuszy, powinni zostać przekonani, że zmiana jest konieczna i zachęceni do starań zmierzających do jej przeprowadzenia. Pod drugie, zwyczajni akcjonariusze powinni być na tyle świadomi, by czytać materiały pośrednie i rozważyć argumenty obu stron. Muszą przynajmniej dowiedzieć się, kiedy ich spółka nie robi postępów i być gotowi wymagać czegoś więcej, niż pomysłowych frazesów, będących usprawiedliwieniem urzędujących dyrektorów. Po trzecie, najbardziej pomocne byłoby (jeśli liczby jasno wykazywałyby, że wyniki wykraczają znacznie ponad przeciętną), zwyczajowe zapraszanie fachowców z zewnątrz do oceny polityki i kompetencji zarządu.**

Co to jest „materiał pośredni" i dlaczego Graham nalega, aby go czytać? W swym sprawozdaniu pośrednim, wysyłanym do każdego akcjonariusza, spółka ogłasza plan swoich rocznych spotkań i ujawnia szczegóły dotyczące wynagrodzenia oraz liczby akcji znajdujących się w posiadaniu zarządu, wraz z transakcjami między spółką a jej akcjonariuszami wewnętrznymi. Udziałowcy proszeni są o głosowanie, której firmie rachunkowej spółka powinna powierzyć swoje księgi, oraz kto powinien zasiadać w radzie nadzorczej. Jeśli czytając takie sprawozdanie, użyjesz swego zdrowego rozsądku, dokument ten może być jak kanarek w kopalni – systemem wczesnego ostrzegania, który sygnalizuje, że coś jest nie tak (patrz tekst w ramce, poświęcony spółce Enron).

* Benjamin Graham, *The Intelligent Inwestor*, 1949, str. 218.
** Op. cit., str. 223. Graham dodaje, że głosowanie przez pośrednika mogłoby okazać się konieczne, aby zaaprobować niezależny komitet akcjonariuszy zewnętrznych, mający wybrać „firmę techniczną", która przedstawiałaby swoje sprawozdania akcjonariuszom, a nie radzie nadzorczej. Jednakże to spółka musiałaby ponieść koszty takiego projektu. Wśród różnego rodzaju „firm technicznych", jakie Graham miał na myśli, były fundusze powiernicze, agencje ratingowe i przedsiębiorstwa zajmujące się analizą giełdową. Dzisiaj inwestorzy mogą wybierać spośród setek firm konsultingowych, doradców gospodarczych i członków takich jednostek, jak Risk Management Association.

Enron finiszuje

Od 1999 roku Enron Corp. zajmuje siódme miejsce na ogłoszonej przez magazyn *Fortune* liście 500 najlepszych spółek Ameryki. Wpływy, kapitał i dochody tego giganta energetycznego wzrastały z prędkością rakiety.

A co by było, gdyby jakiś inwestor zignorował pełny przepych, lśniące liczby i po prostu obejrzał sprawozdania spółki Enron z 1999 roku pod mikroskopem zdrowego rozsądku? Pod nagłówkiem *Pewne Transakcje* sprawozdanie ujawnia, że naczelny dyrektor finansowy Enronu, Andrew Fastow był członkiem zarządu dwóch spółek partnerskich LJM1 i LJM2, które kupowały „energię i lokaty związane z komunikacją". A od kogo LJM1 i LJM2 kupowały? Skąd, jeśli nie od Enronu! Sprawozdanie donosi, że spółki partnerskie kupiły już od Enronu kapitał o wartości 170 mln dolarów – czasem używając pieniędzy pożyczonych od tejże spółki.

Inteligentny inwestor natychmiast powinien zapytać:

- Czy zarząd Enronu zaaprobował taki układ? (Raport mówi, że tak.)
- Czy Fastow dostał część zysków spółek LMJ? (Raport mówi, że tak.)
- Czy jako naczelny dyrektor finansowy, Fastow był zobowiązany działać wyłącznie w interesie akcjonariuszy Enronu? (Oczywiście.)
- Czy w związku z tym, Fastow miał obowiązek podnieść do maksimum cenę, jaką Enron otrzymał za sprzedany kapitał? (Absolutnie tak.)
- Ale gdyby LJM zapłaciła wysoka cenę za majątek Enronu, czyż nie zmniejszyłby się dochód nabywcy i osobisty zysk, jaki osiągnął Fastow? (Oczywiście.)
- A z drugiej strony, gdyby LJM zapłaciła niższą cenę, czy nie zyskałby na tym więcej Fastow i spółki partnerskie, a nie ucierpiał dochód Enronu? (Oczywiście.)
- Czy Enron powinien pożyczać partnerom swego dyrektora finansowego pieniądze, aby mogli kupować od niej majątek, na czym osobiście mógłby skorzystać Fastow? (Oczywiście, że nie.)
- Czy wszystko to nie składa się na szeroki, niepokojący konflikt interesów? (Oczywiście)
- Co układ ten mówi o rozsądku dyrektorów, którzy go zaaprobowali? (Mówi, że powinieneś zainwestować swoje dolary gdzie indziej.)

Dwie oczywiste nauki wynikają z tej katastrofy: nigdy nie zagłębiaj się w liczby tak bardzo, by pozostawić swój zdrowy rozsądek za drzwiami i zawsze czytaj sprawozdania przed tym (i po tym) jak kupisz akcje.

Tymczasem, przeciętnie jedna trzecia do połowy wszystkich inwestorów indywidualnych, nie zadaje sobie trudu, by przegłosować te sprawozdania.* Czy oni je w ogóle czytają?

Zrozumienie i oddanie głosów na podstawie sprawozdania pośredniego, jest tak samo ważne dla inteligentnego inwestora, jak śledzenie wiadomości ze świata i udział w wyborach dla dobrego obywatela. Nie ma znaczenia, czy posiadasz 100% udziałów spółki, czy twoja garstka 100 akcji stanowi zaledwie 1/10 000 z 1% udziałów. Jeśli nigdy nie czytasz sprawozdań pośrednich dotyczących twoich własnych akcji, a spółka splajtuje, jedyną osobą, którą możesz w takiej sytuacji winić, jesteś ty sam. Jeżeli zapoznajesz się z tymi sprawozdaniami i widzisz tam coś niepokojącego, możesz:

- Głosować przeciw wszystkim dyrektorom, by okazać im swą dezaprobatę.
- Uczestniczyć w spotkaniach rocznych i upominać się o swoje prawa.
- Znaleźć internetowy portal informacyjny poświęcony akcjom (np. http://finance.yahoo.com), i nakłonić innych inwestorów, by przyłączyli się do ciebie.

Graham miał jeszcze jedną koncepcję, na której mogliby skorzystać współcześni inwestorzy:

> Można osiągnąć korzyści z wyboru jednego lub więcej profesjonalnych i niezależnych dyrektorów. Powinni to być ludzie o bogatym doświadczeniu, którzy mogą trzeźwo i fachowo spojrzeć na problemy przedsiębiorstwa. (..) Powinni oni przedkładać osobne sprawozdanie roczne, skierowane bezpośrednio do akcjonariuszy, i zawierające ich odpowiedzi na najważniejsze pytania, które nurtują właścicieli spółki: Czy firma osiąga wyniki, których mogliby oczekiwać zewnętrzni akcjonariusze od właściwego zarządzania? Jeżeli nie, to dlaczego – i co, należy z tym zrobić?**

* Zestawienia wyników głosowania w 2002 roku przez Georgeson Shareholder i ADP Inwestor Communication Services, dwóch wiodących firmy, które rozsyłają prośby o autoryzację do swych inwestorów, sugeruje współczynnik reakcji wahający się między 80% a 88% (wliczając w to wezwania wysłane do maklerów, którzy automatycznie, w imieniu swych klientów, oddali głosy przychylne dla zarządu, chyba że klienci postanowili inaczej). Dlatego właściciele 12% do 20% wszystkich udziałów nie oddają głosów w oparciu o otrzymane sprawozdania pośrednie. Ponieważ tylko 40% wartości rynkowej akcji w Stanach Zjednoczonych znajduje się w rękach osób fizycznych, a wielu inwestorów instytucjonalnych, jak fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe, jest prawnie zobowiązanych do oddawania głosów, to oznacza, że prawie jedna trzecia inwestorów indywidualnych zaniedbuje głosowanie.

** Benjamin Graham, *The Intelligent Inwestor*, 1949, str. 224.

Można sobie tylko wyobrazić konsternację, jaką propozycja Grahama mogłaby wywołać wśród firmowych kolegów, grywających w golfa kumpli, wśród których jest tak wielu dzisiejszych „niezależnych dyrektorów" (nie sugeruję tu, że mogłyby im ze strachu przebiec ciarki po plecach, bo większość takich „niezależnych" dyrektorów wydaje się nie mieć kręgosłupa).

A tak w ogóle, czyje to pieniądze?

Teraz przyjrzyjmy się drugiemu kryterium Grahama – czy zarząd działa w najlepszym interesie inwestorów zewnętrznych. Dyrektorzy zawsze powtarzają inwestorom, że oni – członkowie zarządu – wiedzą najlepiej, co robić z pieniędzmi firmy. Graham przejrzał na wylot te dyrektorskie brednie:

> Zarząd spółki może prawidłowo prowadzić interes, ale nie zapewniać zewnętrznym akcjonariuszom odpowiednich rezultatów, ponieważ jego wydajność ogranicza się do prowadzenia działalności i nie obejmuje czynienia najlepszego użytku z kapitału. Rzeczowa i efektywna działalność, ma na celu produkowanie przy jak najmniejszych kosztach albo znalezienie jak najbardziej zyskownego produktu do sprzedaży. Efektywna działalność finansowa wymaga, aby pieniądze akcjonariuszy pracowały w sposób najbardziej odpowiedni dla ich interesów. Jest to kwestia, której zarząd poświęca mało uwagi. Tak naprawdę, prawie zawsze oczekuje od udziałowców tyle kapitału, ile tylko się da, aby zminimalizować swe własne problemy finansowe. Dlatego też, typowy zarząd operuje większym kapitałem, niż to konieczne, jeżeli akcjonariusze na to pozwalają – co często się zdarza.*

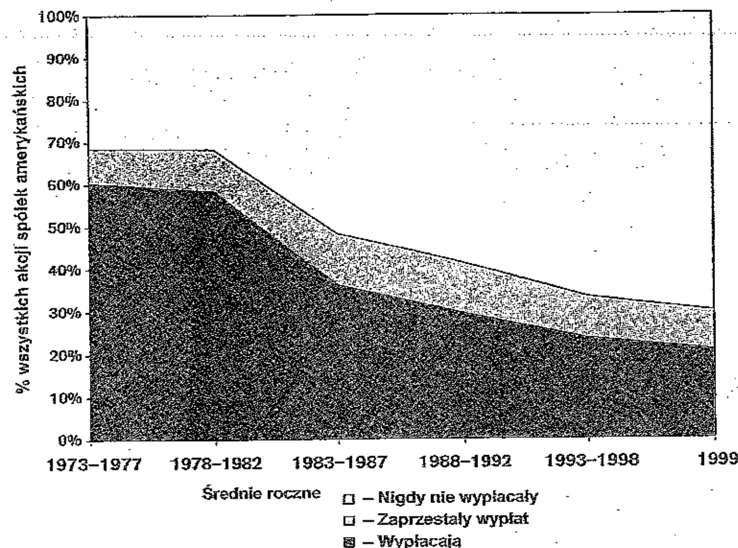
Pod koniec lat 90. i na początku nowej dekady, zarządy wiodących spółek z branży technicznej doprowadziły to „wszechwiedzące" nastawienie do nowej skrajności. Ich argumentacja brzmiała następująco: Po co mielibyście żądać wypłaty dywidend, skoro możemy zainwestować pieniądze za was i zamienić je we wzrost cen akcji? Spójrzcie tylko, jak nasze akcje szły w górę – czyż nie jest to dowód, że lepiej niż wy potrafimy zamienić wasze grosze na dolary?

Co niezwykłe, inwestorzy połknęli ten haczyk wraz z żyłką i ciężarkiem. Wszechwiedzący zarząd stał się taką wyrocznią, że w 1999 roku dywidendy wypłacało tylko 3,7% spółek, które najpierw sprzedały w tym roku swoje akcje w ofercie publicznej – poniżej średniej wszystkich początkowych

* Op. cit., str. 233.

ofert publicznych, wynoszącej w latach sześćdziesiątych 72,1%.* Zobacz tylko, jak skurczył się odsetek spółek wypłacających dywidendy (ukazanych jako ciemne pole):

Wykres 19.1. Kto wypłaca dywidendy?



Źródło: Eugene Fama, Kenneth French, *Disappearing Dividends*, *Journal of Financial Economics*, kwiecień 2001.

Ale wszechwiedzące zarządy bredziły. O ile kilka spółek zrobiło dobry użytek ze swych pieniędzy, wiele innych podzieliło się na dwie kategorie – takie, które je po prostu marnowały i takie, które gromadziły je znacznie szybciej, niż były w stanie wydać.

Należąca do pierwszej z tych grup, spółka Priceline.com, zadeklarowała 67 mln dolarów strat w 2000 roku, po ubiciu zwariowanego interesu związanego z handlem artykułami spożywczymi i paliwami, podczas gdy Amazon.com zmarnowała co najmniej 233 mln dolarów należących do jej akcjonariuszy, inwestując w takie bomby internetowe, jak Webvan i Ashford.com.* Największe do tej pory odnotowane straty – 56 mld dolarów, poniesione przez JDS Uniphase w 2001 roku oraz 99 mld dolarów poniesione przez AOL Time Warner w 2002 roku – nastąpiły po tym, jak spółki postanowiły nie wypłacać dywidend, ale wejść w fuzję z innymi firmami, i to w czasie, gdy wartość ich akcji była nieprzyzwoicie zawyżona.**

Warto zauważyć, że znajdująca się w drugiej grupie spółka Oracle Corp., pod koniec 2001 roku zebrała 5 mld dolarów. Microsoft uskładał górę pieniędzy wysoką na 38,2 mld dolarów – przekraczając średnią 2 mln dolarów *na godzinę*.*** Ile, swoją drogą, mógł Bill Gates odłożyć w ten sposób na czarną godzinę?

Te anegdotyczne przykłady pokazują wyraźnie, że wiele spółek nie wie, jak zamienić nadmiar pieniędzy w dodatkowe zyski. Co mówią dane statystyczne?

- Badania, które przeprowadzili doradcy finansowi, Robert Arnott i Clifford Asness, dowodzą, że kiedy bieżące dywidendy są niskie, przyszłe zyski spółki również mogą się obniżyć. Kiedy zaś bieżące dywidendy są wysokie, takie też będą zyski. W ciągu dziesięcioletniego okresu, prze-

* Zob. Eugene F. Fama, Kenneth R. French, *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?*, *Journal of Financial Economics*, vol. 60, nr 1, kwiecień 2001, str. 3–43, a szczególnie Tabela 1. Zobacz również: Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, Princeton 2002, str. 158–161. Co ciekawe, całkowita suma dywidend w dolarach, płaconych przez amerykańskie spółki, wzrosła od końca lat 70., nawet po inflacji – jednak liczba akcji, na podstawie których wypłacane są dywidendy, zmalała o prawie dwie trzecie. Zobacz: Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, Douglas J. Skinner, *Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings* – artykuł dostępny pod adresem: http://papers.ssrn.com.

* Być może Benjamin Franklin, o którym mówiono, że musi nosić pieniądze w azbestowej sakiewce, by nie wypaliły mu dziury w kieszeni, mógłby zapobiec temu problemowi, gdyby był prezesem.

** Badanie przeprowadzone przez *Business Week* dowiodło, że od 1995 roku do 2001 roku 61% z ponad 300 wielkich fuzji, doprowadziło do zmarnowania pieniędzy udziałowców spółki kupującej – stan znany jako „zmora zwycięzcy", albo „skrucha nabywcy". Strona kupująca, używając raczej akcji niż pieniędzy, by dopełnić transakcji, pozostawała w tyle za konkurencją o jakieś 8% (Dawid Henry, *Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off*, *Business Week*, 14 października 2002, str. 60–70). Podobne akademickie studium odkryło, że zakupienie prywatnej spółki i filii spółki akcyjnej, prowadzi do pozytywnych dochodów z akcji, jednak nabycie samej spółki akcyjnej sprawia, że straty ponoszą akcjonariusze przedsiębiorstwa, które wygrało licytację (Kathleen Fuller, Jeffry Netter, Mike Stegemoller, *What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us?*, *The Journal of Finance*, vol. 57, nr 4, sierpień 2002, str. 1763–1793).

*** Przy stopach procentowych bliskim najniższych z odnotowanych, taka góra pieniędzy sprawia, że zyski są nędzne. Jak zapewnia Graham: „Tak długo, jak te nadwyżkowe pieniądze pozostają w spółce, zewnętrzni akcjonariusze niewiele na tym zyskują" (*The Intelligent Investor*, 1949, str. 232). Istotnie, pod koniec 2002 roku, bilans spółki Microsoft wzrósł do kwoty 43,4 mld dolarów – oczywisty dowód na to, że spółka nie mogła znaleźć odpowiedniego zastosowania dla pieniędzy ze swej działalności. Jak powiedziałby Graham, działalność Microsoft była wydajna, ale jej finanse już nie. Czyniąc krok w kierunku zrekompensowania tego problemu, na początku 2003 roku, spółka Microsoft zapowiedziała, że zacznie wypłacać regularnie kwartalne dywidendy.

ciętna stawka wzrostu zysków była o 3,9 punktu wyższa, kiedy wyższe były również dywidendy.*

- Profesorowie ekonomii z uniwersytetu Columbia, Doron Nissim i Amir Ziv, odkryli, że spółki, które podnoszą swoje dywidendy, nie tylko osiągają lepsze zyski ze swych akcji, ale również „wzrost dywidend łączy się z [wyższą] rentownością w przyszłości, na okres co najmniej czterech lat po zmianie wysokości stawki."**

Mówiąc krótko, większość dyrektorów jest w błędzie, kiedy twierdzi, że potrafi zrobić lepszy użytek z twoich pieniędzy, niż ty sam. Wypłacanie dywidend nie gwarantuje wspaniałych rezultatów, ale *poprawia* stan dochodów z typowych akcji, wyrywając przynajmniej część pieniędzy z rąk dyrektorów, zanim zdążą je roztrwonić albo gdzieś zadekować.

Sprzedać tanio, kupić drogo

A co z argumentem, że spółki mogą zrobić lepszy użytek z rezerwowych pieniędzy, odkupując swoje akcje? Kiedy spółka odkupuje część swoich udziałów, zmniejsza to ilość jej akcji znajdujących się w rękach inwestorów. Nawet jeśli jej zysk netto pozostaje na takim samym poziomie, wzrośnie dochód w przeliczeniu na akcję, ponieważ jej ogólne dochody rozłożą się na mniejszą ilość udziałów. To z kolei, powinno podnieść cenę akcji. Co ważniejsze, w przeciwieństwie do dywidend, taka transakcja nie obciąża podatkiem inwestora, który odsprzedaje swoje akcje.*** Dlatego też, podnosi to wartość jego udziałów, nie zwiększając należności podatkowych. Jeśli zaś akcje są tanie, wydanie rezerw pieniężnych na ich odkupienie, jest znakomitym wykorzystaniem kapitału spółki.****

* Robert D. Arnott, Clifford S. Asness, *Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth, Financial Analysts Journal*, styczeń/luty 2003, str. 70–87.

** Doron Nissim, Amir Ziv, *Dividend Changes and Future Profitability, The Journal of Finance*, vol. 56, nr 6, str. 2111–2133. Nawet badacze, którzy nie zgadzają się z odkryciami, jakich dokonali Arnott i Asness oraz Nissim i Ziv, w dziedzinie przyszłych zysków, przyznają, że wzrost dywidend prowadzi do wyższych zysków z akcji w przyszłości. Zobacz: Shlomo Benartzi, Roni Michaely, Richard Thaler, *Do Changes In Dividends Signal the Future or the Past?, The Journal of Finance*, vol. 52, nr 3, lipiec 1997, str. 1007–1034.

*** Reformy podatkowe, jakie zaproponował prezydent George W. Bush na początku 2003 roku, mogłaby zmienić opodatkowanie dywidend, jednak losy tej ustawy nie są jeszcze jasne.

**** W przeszłości spółki stosowały zdroworozsądkowe podejście do odkupywania swych akcji, redukując takie praktyki, kiedy ceny szły w górę i nasilając, kiedy ceny spadały. Na przykład po krachu giełdowym, jaki nastąpił 19 października 1987 roku, 400 spółek ogłosiło w ciągu kolejnych 12 dni nowe programy wykupienia – natomiast zaledwie 107 firm uczyniło to samo we wcześniejszym okresie tego roku, kiedy ceny akcji były znacznie wyższe. Zobacz: Murali Jagannathan, Clifford P. Stephens, Michael S. Weisbach, *Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases, Journal of Financial Economics*, vol. 57, nr 3, wrzesień 2000, str. 362.

Wszystko to jest prawdą tylko w teorii. Niestety, w rzeczywistym świecie, wykupienia akcji mogą służyć złowieszczemu celowi. Obecnie, przyznawanie opcji akcyjnych, stało się tak znaczącą częścią wynagrodzeń kadr kierowniczych, że wiele spółek – zwłaszcza w branży technicznej – musi emitować setki milionów akcji dla tych dyrektorów, którzy wykorzystują te opcje.* To jednak mogłoby podnieść liczbę akcji znajdujących się w rękach udziałowców i zaniżyć współczynnik zysku na akcję. Aby przeciwdziałać temu osłabieniu, spółki muszą odkupić miliony akcji znajdujących się na otwartym rynku. W 2000 roku, spółki wydały aż 41,8% swego całkowitego zysku netto na wykupienie swych własnych udziałów – zadziwiający wzrost w porównaniu z 4,8% w 1980 roku.**

Spójrzmy na przypadek spółki Oracle Corp., giganta komputerowego. Między 1 lipca 1999 roku a 31 maja 2000 roku, firma wyemitowała 101 mln akcji zwykłych dla członków swych kadr kierowniczych i dodatkowe 26 mln dla pracowników, co kosztowało 484 mln dolarów. Równocześnie, aby zapobiec osłabieniu współczynnika dochodu na akcję wskutek wykorzystania wcześniejszych opcji, Oracle wydała 5,3 mld dolarów – *czyli 52% całkowitego przychodu w tym roku* – na wykupienie 290,7 mln udziałów. Spółka wyemitowała akcje dla inwestorów wewnętrznych, za średnią cenę 3,53 dolara, a odkupiła je za średnio 18,26 dolara. Sprzedać tanio, kupić drogo: czy to jest jakiś sposób na „podniesienie" wartości akcjonariusza?***

* Opcje akcyjne przyznawane przez spółkę jej zarządowi i pracownikom, dają im prawo (lecz nie obowiązek), zakupu akcji w przyszłości po obniżonej cenie. Taka zamiana opcji na akcje jest nazywana „egzekwowaniem" opcji. Pracownicy mogą potem sprzedać te akcje po bieżącej cenie rynkowej i skorzystać na różnicy. Ponieważ w danym roku mogą zostać wyegzekwowane setki milionów opcji, spółka musi zwiększyć ilość akcji znajdujących się w rękach udziałowców. Wtedy jednak, całkowity dochód netto spółki, ulegnie rozłożeniu na znacznie większą ilość akcji, redukując współczynnik dochodu na akcję. Dlatego, spółka zazwyczaj poczuwa się do obowiązku wykupienia innych akcji, aby usunąć akcje wyemitowane dla posiadaczy opcji. W 1998 roku 63,5% głównych dyrektorów finansowych przyznało, że przeciwdziałanie osłabieniu wywołanemu przez opcje stanowiło główny powód wykupywania akcji (zobacz: CFO Forum, *The Buyback Track, Institutional Investor*, lipiec 1998).

** Jednym z głównych czynników wpływających na tę zmianę, była podjęta w 1982 roku decyzja U.S. Securities and Exchange Commission's, znosząca wcześniejsze ograniczenia dotyczące wykupywania akcji. Zobacz: Gustavo Grullon, Roni Michaely, *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis, The Journal of Finance*, vol. 57., nr 4., sierpień 2002, str. 1649–1684.

*** W swoich pismach Graham podkreśla, że zarząd spółki ma obowiązek nie tylko sprawić, by jej akcje nie straciły na wartości, ale również starać się, by ich wartość nie została zawyżona. Jak stwierdza on w *Security Analysis* (1934, str. 515), „odpowiedzialność zarządu za działanie

W 2002 roku, akcje Oracle spadły poniżej połowy swojej najwyższej wartości odnotowanej w roku 2000. Czy teraz, kiedy akcje były tańsze, Oracle pośpieszyła się z wykupywaniem ich w większych ilościach? Między 1 lipca 2001 roku a 31 maja 2002 roku, Oracle ograniczyła wartość odkupionych udziałów do 2,8 mld dolarów, najwidoczniej dlatego, że jej dyrektorzy i pracownicy wykorzystali w tym okresie mniej opcji. Taki sam wzór „sprzedać tanio, kupić drogo" okazał się typowy dla dziesiątek innych spółek z branży technicznej.

O co tu chodzi? Mamy do czynienia z dwoma zaskakującymi czynnikami:

- Spółki otrzymują ulgi podatkowe, kiedy dyrektorzy i pracownicy wykorzystują swe opcje akcyjne (które Urząd Skarbowy traktuje jako „koszty wyrównawcze" spółki).* Na przykład w latach podatkowych od 2000 do 2002, Oracle zyskała 1,69 mld dolarów na ulgach podatkowych, kiedy inwestorzy wewnętrzni skorzystali dzięki opcjom. W 1999 i 2000 roku spółka Sprint Corp. zgarnęła z tytułu ulg podatkowych 678 mln dolarów, a jej zarząd i pracownicy zyskali na opcjach 1,9 mld.
- Zarząd hojnie wynagrodzony opcjami akcyjnymi, ma ogromny interes w faworyzowaniu wykupywania akcji, nie zaś popieraniu dywidend. Dlaczego? Z przyczyn technicznych, opcje przybierają na wartości, kiedy wahania cen akcji stają się coraz bardziej skrajne. Dywidendy osłabiają jednak zmienność cen akcji. Gdyby zatem dyrektorzy podnieśli dywidendy, zmniejszyliby tym samym wartość swoich opcji.**

---

w interesie swych akcjonariuszy, obejmuje obowiązek zapobiegania – na ile jest on w stanie – utworzeniu zarówno absurdalnie wysokiej, jak i przesadnie niskiej ceny akcji". Dlatego podniesienie wartości, dla akcjonariusza oznacza nie tylko zapewnienie, że ceny akcji nie wzniosą się do nieuzasadnionego poziomu. Gdyby tylko dyrektorzy spółek internetowych w 1999 roku wzięli sobie do serca mądrości Grahama!

* Co niezwykłe, chociaż opcje uważane są za koszty wyrównawcze w deklaracji podatkowej spółki, nie są zaliczane jako koszty do informacji o podatkach w sprawozdaniach finansowych przeznaczonych dla akcjonariuszy. Inwestorzy mogą tylko mieć nadzieję, że reformy podatkowe zmienią te śmieszne praktyki.

** Zobacz: George W. Fenn, Nellie Liang, *Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives*, *Journal of Financial Economics*, vol. 60, nr 1, kwiecień 2001, str. 45–72. Dywidendy sprawiają, że akcje są bardziej stabilne, zapewniając napływ bieżących dochodów, co osłania akcjonariuszy przed wahaniami wartości rynkowej. Niektórzy badacze odkryli, że przeciętna dochodowość spółek posiadających program odkupywania akcji (ale nie dywidend pieniężnych), jest co najmniej dwa razy bardziej chwiejna, niż w przypadku spółek wypłacających dywidendy. Te bardziej zmienne dochody, prowadzą generalnie do elastyczności cen akcji, sprawiając, że opcje akcyjne dyrektorów są bardziej wartościowe – stwarzając więcej możliwości, kiedy ceny akcji są tymczasowo wysokie. Obecnie, około dwóch trzecich wynagrodzenia zarządów, ma formę opcji oraz, innych niż pieniężne, premii. Przed 30 laty, co najmniej dwie trzecie tych wynagrodzeń, miało formę pieniężną.

Nic dziwnego, że prezesi wolą raczej odkupywać akcje niż płacić dywidendy – niezależnie od tego, jak zawyżona może być wartość akcji albo jak drastycznie może to trwonić majątek zewnętrznych akcjonariuszy.

Zachowanie praw do opcji

Ostatecznie, opieszali inwestorzy dali swoim spółkom wolną rękę do przyznawania wygórowanych wypłat zarządom, w sposób najzwyczajniej pozbawiony skrupułów. W 1997 roku Steve Jobs, współzałożyciel Apple Computer Inc. wrócił do spółki jako „tymczasowy" przewodniczący rady nadzorczej. Będąc już człowiekiem majętnym, Jobs postanowił pobierać pensję w wysokości 1 dolara rocznie. Na koniec roku 1999, w dowód wdzięczności za pełnienie funkcji prezesa „przez ostatnie dwa i pół roku bez wynagrodzenia", rada podarowała mu, zakupiony na koszt spółki, całkiem nowy odrzutowiec Gulfstream, wart jedyne 90 mln dolarów. W następnym miesiącu, Jobs zgodził się usunąć ze swego tytułu słowo „tymczasowy", a rada nagrodziła go opcjami na 20 mln akcji (do tej pory Jobs miał w sumie tylko dwie akcje Apple'a).

Zasada, kierująca takim przyznawaniem opcji, polega na zrównaniu interesów zarządu z interesem zewnętrznych udziałowców. Gdybyś był zewnętrznym akcjonariuszem Apple'a, chciałbyś, by jej dyrektorzy otrzymywali wynagrodzenie tylko wtedy, gdy akcje spółki przynoszą wielki zysk. Nic innego nie byłoby uczciwe według ciebie i innych właścicieli spółki. Jednak, tak jak twierdzi John Bogle, były prezes funduszu Vanguard, niemal wszyscy dyrektorzy *sprzedają* otrzymane akcje, niezwłocznie po wykorzystaniu swoich opcji. Jak pozbywanie się milionów akcji, dla szybkiego zysku, może zjednoczyć ich interesy z interesami lojalnych i długoletnich akcjonariuszy?

W przypadku Jobsa, jeśli wartość akcji Apple'a będzie rosła tylko o 5% rocznie aż do początku 2010 roku, będzie on mógł spieniężyć swoje opcje za 548,3 mln dolarów. Innymi słowy, nawet jeśli akcje Apple'a nie przyniosą lepszego zysku, niż połowa długoterminowego średniego dochodu całego rynku giełdowego, Jobs zgarnie spady wartości pół miliarda dolarów.* Czy łączy to interesy jego i akcjonariuszy Apple'a, czy raczej rzuca cień na zaufanie, jakie akcjonariusze pokładają w radzie nadzorczej spółki?

---

* Sprawozdanie pośrednie spółki Apple Computer z dorocznego spotkania w kwietniu 2001 roku , str. 8 (dostępne na stronie www.sec.gov). Przyznanie opcji Jobsowi oraz posiadanie akcji jest dostosowane do pomnożenia akcji w stosunku dwa do jednego.

Czytając z uwagą sprawozdania pośrednie, inteligentny właściciel będzie głosował przeciw planowi wynagradzania zarządów, opartemu na przyznawaniu opcji akcyjnych, co daje kadrom kierowniczym ponad 3% akcji spółki znajdujących się w rękach inwestorów. Powinieneś też zawetować każdy plan, który nie uzależnia przyznawania opcji od sprawiedliwej i stałej miary dobrych wyników – powiedzmy, przekroczenia średnich notowań akcji w tej samej branży w okresie przynajmniej pięciu lat. Żaden prezes nie zasługuje na to, by się wzbogacić, jeżeli osiąga dla ciebie kiepskie wyniki.

Ostateczna refleksja

Wrócimy do sugestii Grahama, że niezależni członkowie zarządu, w każdej spółce powinni składać akcjonariuszom pisemne sprawozdania, dotyczące tego, czy przedsiębiorstwo jest prawidłowo zarządzane na korzyść jego prawdziwych właścicieli. A co by było, gdyby niezależni dyrektorzy musieli również uzasadnić politykę dotyczącą dywidend i odkupywania akcji? A co by było, gdyby musieli opisać dokładnie, dlaczego zarząd spółki nie dostaje zbyt wysokiego wynagrodzenia? A co by było, gdyby inwestor stał się inteligentnym właścicielem i naprawdę czytał sprawozdania?

ROZDZIAŁ 20

„Margines bezpieczeństwa" jako podstawowa koncepcja inwestowania

Jest taka stara legenda, w której mędrcy zawarli całe dzieje ziemskich spraw w jednym zdaniu: „I to wszystko przeminie".* Stojąc w obliczu podobnego wyzwania, gdybyśmy musieli zamienić w słowa sekret rozsądnego inwestowania, zaryzykowalibyśmy dewizę MARGINES BEZPIECZEŃSTWA. Jest to wątek, który przenika wszystkie dotychczasowe dyskusje na temat polityki inwestycyjnej – często wyraźnie, a czasem mniej bezpośrednio. Spróbujmy teraz, pokrótce, prześledzić tę ideę.

Wszyscy doświadczeni inwestorzy zauważą, że koncepcja marginesu bezpieczeństwa to podstawa wyboru pewnych finansowo obligacji i akcji uprzywilejowanych. Na przykład spółki kolejowe, powinny były osiągnąć dochód stanowiący ponad pięciokrotną wartość kosztów stałych spółki (przed odliczeniem podatku dochodowego), by na przestrzeni kilku lat ich obligacje osiągnęły w rankingu pozycję wyższą od BBB. Ta *przeszła* zdolność, do uzyskania dochodów wykraczających ponad wymagania przedsiębiorstwa, ustanawia margines bezpieczeństwa, który ma chronić inwestora przed poniesieniem straty albo porażką w przypadku jakichś przyszłych spadków dochodu netto (margines, przekraczający wydatki, można ustalić na różne sposoby – na przykład w stosunku procentowym, w którym przychód albo dochód może się obniżyć względem bilansu, po tym, jak spółka przestanie przynosić korzyści – jednak zasadnicza idea pozostaje taka sama).

* „Mówi się, że pewien wschodni monarcha zażądał kiedyś od mędrców, by stworzyli dla niego zdanie, które zawsze będzie prawdziwe i będzie pasować do każdej chwili i sytuacji. Przedstawili mu zdanie: *I to wszystko przeminie*. Ileż ono wyraża! Jak napomina w godzinie dumy! Jak wspiera na dnie cierpienia! I to wszystko przeminie. A przecież wy dajecie nam nadzieję, że to nie do końca prawda." – Abraham Lincoln, Address to the Wisconsin State Agricultural Society, Milwaukee, 30 września 1859, *Abraham Lincoln: Speeches and Writings, 1859–1865*, Library of America, 1985, t. II, str. 101.

Inwestor kupujący obligacje nie oczekuje, że średni dochód okaże się w przyszłości taki sam, jak w przeszłości. Gdyby był tego pewien, wymagany margines mógłby pozostać niewielki. Nie polega on też w znaczącym stopniu na swoim osądzie, czy przyszły dochód okaże się lepszy, czy gorszy od tego z przeszłości. Gdyby tak robił, musiałby wymierzyć swój margines, biorąc pod uwagę starannie *określony* rachunek dochodów, zamiast kłaść nacisk na margines widoczny w notowaniach z przeszłości. Istota zastosowania marginesu bezpieczeństwa polega na udzielaniu trafnych prognoz na przyszłość. Jeśli jest on szeroki, wystarcza to, by stwierdzić, że przyszły dochód nie będzie o wiele niższy od tego z przeszłości, więc inwestor może poczuć się dostatecznie chroniony przed zmianami.

Margines bezpieczeństwa dla obligacji, można ewentualnie obliczyć inaczej, porównując całkowitą wartość przedsiębiorstwa z kwotą zadłużenia (podobnej kalkulacji da się dokonać w odniesieniu do emisji akcji uprzywilejowanych). Jeśli zadłużenie firmy wynosi 10 mln dolarów, a jest ona warta w sumie 30 mln, istnieje przestrzeń na zmniejszenie o dwie trzecie wartości – przynajmniej teoretycznie – zanim akcjonariusze poniosą straty. Kwotę tej dodatkowej wartości, czyli „amortyzatora", wykraczającej ponad zadłużenie, można w przybliżeniu obliczyć, używając średniej ceny rynkowej akcji drugorzędnych na przestrzeni lat. Ponieważ średnie ceny akcji, zwykle łączą się ze średnią zdolnością zarobkową, margines „wartości przedsiębiorstwa" na tle zadłużenia oraz margines zysków na tle kosztów, w większości przypadków przyniesie podobne wyniki.

Tak wiele koncepcji związanych z marginesem bezpieczeństwa, znajduje zastosowanie wobec „inwestycji o wartości stałej". Czy można przenieść je również na grunt akcji zwykłych? Tak, lecz po zastosowaniu pewnych koniecznych modyfikacji.

Istnieją przykłady, gdzie akcje zwykłe mogą zostać uznane za korzystne finansowo, ponieważ ich margines bezpieczeństwa jest tak samo szeroki, jak w przypadku dobrych obligacji. Dochodzi do tego, na przykład, kiedy w rękach akcjonariuszy spółki znajdują się tylko akcje zwykłe, w warunkach kryzysowych sprzedające się za cenę niższą, niż obligacje, które bez obaw można emitować w zależności od majątku i zdolności zarobkowej spółki.*

* „Zdolność zarobkowa" jest pojęciem stworzonym przez Grahama, określającym potencjalne zyski spółki albo, jak podkreśla, kwotę, którą firma „spodziewa się uzyskiwać rok po roku, jeśli stan przedsiębiorstwa panujący w tym okresie nie zmieni się" (*Security Analysis*, wyd. 1934, str. 354). Niektóre z wykładów Grahama wyjaśniają, że miał on na myśli okres nie krótszy, niż pięć lat. Można prosto i bez trudu, skalkulować w przybliżeniu zdolność zarobkową spółki w przeliczeniu na akcję, biorąc odwrotność współczynnika cena/zysk. Można powiedzieć, że akcje o współczynniku wynoszącym 11 mają zdolność zarobkową wysokości 9% (czyli 1 podzielone przez 11). Dzisiaj „zdolność zarobkowa" często określana jest jako „wydajność zarobków".

Taka była, w latach 1932–1933, pozycja grupy silnych finansowo spółek o niskich cenach akcji. W tych przepadkach, inwestor powinien otrzymać margines bezpieczeństwa połączony z obligacjami, *plus* wszystkie możliwe szanse na wyższy dochód oraz podstawowe zwiększenie wartości zawarte w akcjach zwykłych (jedyna rzecz, jakiej może mu brakować, to moc prawna do obstawania przy wypłatach dywidend – jest to jednak drobny mankament w porównaniu z korzyściami). Akcje zwykłe, nabyte w takich okolicznościach, niosą ze sobą idealną, choć nieczęsto spotykaną, kombinację bezpieczeństwa i możliwości zysku. Całkiem niedawnym przykładem takich warunków, o czym już wspominaliśmy, są akcje National Presto Industries, które w 1972 roku sprzedawały się przy całkowitej wartości przedsiębiorstwa wynoszącej 43 mln dolarów. Ponieważ ostatnie dochody spółki przed opodatkowaniem wynosiły 16 mln dolarów, mogła ona bez trudu utrzymać taką liczbę obligacji.

W przypadku pospolitych akcji zwykłych, kupionych dla ulokowania kapitału w normalnych warunkach, margines bezpieczeństwa tkwi w oczekiwanej zdolności zarobkowej, znacząco przewyższającej bieżący stosunek liczbowy względem obligacji. W poprzednich wydaniach, naświetliliśmy ten pogląd przy użyciu następujących liczb:

> Załóżmy, że w typowym przypadku zdolność zarobkowa wynosi 9% ceny akcji, i że wskaźnik względem obligacji wynosi 4%. Nabywca akcji musi zatem osiągnąć średni roczny margines rzędu 5%, wzrastający na jego korzyść. Niektóre nadwyżki są mu wypłacane w formie stawki dywidend, i nawet gdyby je wydał, zaliczają się one do ogólnego wyniku jego inwestycji. Nierozdzielny bilans zostaje ponownie zainwestowany w działalność przedsiębiorstwa, na rachunek inwestora. W wielu przypadkach, takiego wtórnie zainwestowanego dochodu, nie sposób dodać proporcjonalnie do zdolności zarobkowej i wartości jego akcji (to dlatego, rynek ma nieugięty zwyczaj wyceniania dochodów wypłaconych w formie dywidend o wiele wyżej, niż tych zatrzymanych w firmie).* Jednak gdyby spojrzeć na sytuację całościowo, istnieje dość bliski związek między wzrostem nadwyżek spółki, powstałych wskutek ponownie zainwestowanych zysków, a wzrostem wartości przedsiębiorstwa.

W ciągu okresu dziesięcioletniego, typowe nadwyżki zdolności zarobkowej akcji ponad zyskiem z obligacji, mogą wynosić 50% zapłaconej ceny. To wystarczy, by zapewnić prawdziwy margines bezpieczeństwa, który w sprzyjających okolicznościach może zapobiec stratom, bądź je zminimalizować. Gdyby taki margines występował w każdej ze zróżnicowanych list, złożonych z 20 albo więcej akcji, prawdopodobieństwo pomyślnych rezultatów w „całkiem normalnych

* Problem ten został obszernie omówiony w Komentarzu do Rozdziału 19.

> warunkach" staje się bardzo duże. Oto dlaczego, polityka inwestowania w typowe akcje zwykłe, nie wymaga wysokiej wnikliwości i zdolności przewidywania, by okazać się skuteczną. Jeśli na przestrzeni lat, zakupy utrzymują się na średnim poziomie rynkowym, zapłacone ceny powinny nosić w sobie gwarancje odpowiedniego marginesu bezpieczeństwa. Zagrożeniem dla inwestorów, jest skoncentrowanie zakupów na górnych poziomach rynku albo nabywanie nietypowych akcji zwykłych, w których tkwi wyższe niż przeciętne, ryzyko zmniejszenia zdolności zarobkowej.

Jak widać, cały problem wokół inwestowania w akcje zwykłe, w warunkach panujących w 1972 roku, łączy się z faktem, że „w typowym przypadku", zdolność zarobkowa stanowi znacznie mniej, niż 9% zapłaconej ceny.* Załóżmy, że koncentrując się w pewnym stopniu na emisji o niskim mnożniku wśród wielkich spółek, inwestor defensywny może teraz zdobyć akcje zwykłe o wartości dwunastokrotnie przewyższającej ostatnie zyski – ze stopą zwrotu kapitału wynoszącą 8,33% kosztów. Może on uzyskać zyski z dywidend wynoszące około 4%, a także otrzyma 4,33% swoich kosztów, zainwestowanych ponownie w działalność spółki na jego rachunek. Na tej podstawie, przewaga zdolności zarobkowej akcji nad stopą procentową obligacji na przestrzeni 10 lat, będzie wciąż zbyt mała, by stworzyć odpowiedni margines bezpieczeństwa. Z tego też powodu sądzimy, że realne ryzyko tkwi teraz nawet w zróżnicowanej liście dochodowych akcji zwykłych. Ryzyko to, może być całkowicie zrównoważone przez możliwość zysków, jaka tkwi w tych akcjach, i z pewnością inwestor może nie mieć innego wyboru, jak zaryzykować – w przeciwnym wypadku, może on narazić się na większe ryzyko zachowania stałych wierzytelności, wypłacanych w dolarach, stale ulegających dewaluacji. Niemniej jednak, inwestor powinien zauważyć i zaakceptować, że stary pakiet *możliwości dobrego zysku, połączony z małym ryzykiem końcowym* nie jest już dla niego osiągalny.**

* Graham elegancko podsumował rozważanie, które pojawia się w jego wykładzie wygłoszonym w 1972 roku: „Margines bezpieczeństwa, to różnica między stosunkiem procentowym zysków w przeliczeniu na akcje, posiadających określoną cenę, a stopą procentową obligacji. Taki margines bezpieczeństwa, to różnica, która może złagodzić niezadowalające wyniki. Kiedy powstawało wydanie *The Intelligent Investor*, które ukazało się w 1965 roku, cena typowych akcji 11 razy przekraczała wartość zysków, dając około 9% dochodu, w porównaniu do 4% w przypadku obligacji. W takiej sytuacji, margines bezpieczeństwa wynosił ponad 100%. Obecnie (w 1972 roku), nie ma różnicy między współczynnikiem dochodów w przeliczeniu na akcje i stopą procentową akcji, zatem moim zdaniem, margines bezpieczeństwa nie istnieje (...), w przypadku akcji mamy do czynienia z odwrotnością marginesu bezpieczeństwa (...)". Zob. Benjamin Graham, *Thoughts on Security Analysis* (zapis wykładu w szkole biznesu przy Northeast Missouri State University, wygłoszonego w marcu 1972 roku), *Financial History*, nr 42, marzec 1991, str. 9.

Ryzyko zapłacenia zbyt wysokiej ceny za akcje o wysokiej jakości – o ile rzeczywiście takie są – nie jest największym zagrożeniem, w obliczu którego staje przeciętny nabywca akcji. Wieloletnie obserwacje nauczyły nas, że największe straty, jakie ponoszą inwestorzy, pochodzą z zakupu akcji *niskiej jakości*, w okresie, kiedy emitująca je spółka znajduje się w dogodnej sytuacji. Nabywcy postrzegają, dobre w danym momencie dochody, jako oznakę „zdolności zarobkowej" i wychodzą z założenia, że pomyślny rozwój firmy jest jednoznaczny z bezpieczeństwem. Tak to już jest w takim momencie, że obligacje i akcje uprzywilejowane niższego stopnia, osiągają w sprzedaży publicznej cenę zbliżoną do średniej, ponieważ niosą ze sobą nieco wyższy zysk, albo zwodniczo atrakcyjny przywilej zamiany. Bywa również tak, że akcje zwykłe, mało znanych spółek, mogą zostać wprowadzone na giełdę po cenach znacznie przewyższających rzeczywistą wartość, posiadając potencjał na dwa, trzy lata znakomitego wzrostu.

Takie papiery wartościowe nie oferują odpowiedniego marginesu bezpieczeństwa, w żadnym znaczeniu tego słowa. Należy przez kilka lat sprawdzać doniesienia na temat wypłat odsetek oraz dywidend uprzywilejowanych, włączając w to szczególnie okres obniżonego poziomu działalności, taki jak lata 1970–1971. Ta sama prawda dotyczy zwykle dochodów z akcji zwykłych, jeżeli potraktujemy je jako wskaźnik zdolności zarobkowej. Z tego wynika, że większości niestałych inwestycji, dokonanych przy niestałych cenach, pisane jest niepokojące obniżenie cen, kiedy na horyzoncie pojawiają się chmury – a często jeszcze wcześniej. Inwestor nie może liczyć na poprawę – chociaż dochodzi do niej w niektórych przypadkach – ponieważ nigdy nie ma realnego marginesu bezpieczeństwa, który pomógłby mu przezwyciężyć trudności.

Filozofia inwestowania w akcje rosnące, częściowo jest zbliżona, a częściowo wykracza poza zasady marginesu bezpieczeństwa. Nabywca takich akcji zdaje się na spodziewaną zdolność zarobkową, która byłaby wyższa, niż średnia osiągnięta w przeszłości. Dlatego można mu doradzić, by zastąpił swoje oczekiwania dotyczące dochodów na tle notowań z przeszłości, obliczeniem swojego marginesu bezpieczeństwa. W teorii inwestowania nie ma powodu, dla którego starannie oszacowane przyszłe dochody, miałyby być mniej godną zaufania wskazówką, niż same notowania z przeszłości. To fakt, że analiza giełdowa akcji, coraz chętniej wybiera kompetentnie prze-

** Ten fragment, który Graham napisał na początku 1972 roku, stanowi niesamowicie precyzyjny opis warunków panujących na rynku na początku 2003 roku (więcej szczegółów w Komentarzu do Rozdziału 3.).

prowadzoną ocenę perspektyw na przyszłość. Z tego też względu, nastawienie wobec akcji rosnących, może zapewniać niezawodny margines bezpieczeństwa, jaki wiąże się z przeciętnym inwestowaniem – o ile kalkulacje dotyczące przyszłości zostały dokonane ostrożnie, i pod warunkiem, że pozostawia ono odpowiednią rezerwę w odniesieniu do zapłaconej ceny.

Dokładnie tu tkwi zagrożenie, związane z programem akcji rosnących. W przypadku tak wyróżnionych akcji, rynek przejawia tendencję do ustalania cen, które nie są odpowiednio chronione przez *ostrożną* prognozę przyszłych zysków (to podstawowa zasada rozważnych inwestycji – kiedy wszystkie dane szacunkowe różnią się od wyników z przeszłości, musi nastąpić przynajmniej niewielki błąd w postaci niedomówienia). Margines bezpieczeństwa zawsze jest uzależniony od zapłaconej ceny. Przy niskiej cenie będzie on szeroki, mniejszy przy nieco wyższej, a przestanie istnieć przy całkiem wysokiej. Jeśli, tak jak sugerujemy, średni poziom rynku jest dla większości akcji rosnących zbyt wysoki, aby zapewnić nabywcy odpowiedni margines bezpieczeństwa, wówczas proste techniki zróżnicowanych zakupów mogą się tu nie sprawdzić. Konieczna jest wybitna zdolność przewidywania i oceniania, aby indywidualny wybór przezwyciężył zagrożenia, tkwiące w uwarunkowaniach rynkowych wszystkich takich akcji.

Idea marginesu bezpieczeństwa staje się o wiele bardziej oczywista, kiedy zastosujemy ją na gruncie papierów wartościowych o zaniżonej wartości albo posiadających okazyjne ceny. Z definicji, mamy tu do czynienia z korzystną różnicą, między ceną z jednej strony, a sugerowaną czy szacowaną wartością, z drugiej. Ta różnica jest właśnie marginesem bezpieczeństwa. Jest on jak znalazł, by zamortyzować efekt błędnych obliczeń, albo przypadki gorsze niż przeciętne. Nabywca akcji o okazyjnej cenie, kładzie szczególny nacisk na to, by inwestycja była w stanie oprzeć się niekorzystnym warunkom. Dlatego też, w większości takich przypadków, brak mu prawdziwego entuzjazmu dla perspektyw spółki. To prawda, że jeśli widoki na przyszłość są zdecydowanie złe, inwestor woli unikać takich akcji, niezależnie od tego, jak niska byłaby ich cena. Jednak, co się tyczy akcji o zaniżonej wartości, pochodzą one z wielu spółek – prawdopodobnie większości z wszystkich możliwych – przy których widoki na przyszłość nie wydają się ani zbyt obiecujące, ani też nieciekawe. Jeśli zostały one kupione jako okazja, nawet umiarkowany spadek zdolności zarobkowej nie musi stać na przeszkodzie, by lokata osiągnęła zadowalające wyniki. Wtedy również margines bezpieczeństwa służy odpowiedniemu celowi.

Teoria różnicowania

Istnieje ścisły logiczny związek, między koncepcją marginesu bezpieczeństwa, a zasadą różnicowania. Jedno wchodzi w korelacje z drugim. Nawet jeśli margines bezpieczeństwa jest dogodny dla inwestora, pojedyncze akcje mogą wypaść kiepsko. Margines taki gwarantuje bowiem tylko to, że inwestor ma większe szanse na zysk niż na stratę – nie zaś to, że straty są niemożliwe. Jednak im bardziej powiększa się liczba takich praktyk, tym bardziej pewne staje się, że suma zysków przekroczy sumę strat. Na tej prostej zasadzie opiera się działalność ubezpieczeniowo-asekuracyjna.

Różnicowanie jest ustaloną doktryną zachowawczego inwestowania. Przyjmując ją powszechnie, inwestorzy tak naprawdę demonstrują swoją akceptację zasad marginesu bezpieczeństwa, którego nieodłącznym towarzyszem jest różnicowanie. Kwestię tę można przedstawić jeszcze barwniej, odwołując się do arytmetyki ruletki. Jeśli ktoś stawia 1 dolara na daną liczbę, zyskuje 35 dolarów w przypadku wygranej, lecz prawdopodobieństwo, że przegra, jest jak 37 do 1. Posiada on „negatywny margines bezpieczeństwa". W jego przypadku, różnicowanie jest głupotą. Im więcej numerów obstawia, tym mniejsze są szanse, że osiągnie korzyść. Gdyby regularnie stawiał po jednym dolarze na jeden numer (włączając 0 oraz 00), na pewno straciłby 2 dolary w każdej kolejce. Załóżmy jednak, że zwycięzca otrzymuje wygraną w kwocie 39, zamiast 35 dolarów. Powinien wówczas dysponować niewielkim, lecz ważnym marginesem bezpieczeństwa. Dlatego też, im więcej numerów typuje, tym większa szansa na zysk. Ponadto, powinien mieć pewność wygrania 2 dolarów w każdej kolejce, stawiając po prostu po 1 dolarze na każdy z numerów (nawiasem mówiąc, te dwa przykłady naprawdę pokazują sytuacje, w jakich znajdują się gracz oraz właściciel koła zawierającego 0 i 00).*

* W „amerykańskiej" ruletce, większość kół zawiera 0 i 00, oprócz liczb od 1 do 36, co łącznie daje 38 pól. Kasyno oferuje maksymalną wypłatę w stosunku 35 do 1. A gdyby tak, na każdy numer postawić 1 dolara? Ponieważ kulka może wpaść tylko na jedno z pól, możesz wygrać 35 dolarów, ale stracić po 1 dolarze postawionym na każde z 37. pozostałych pól, zatem twoja strata netto wynosi 2 dolary. Różnica tych 2 dolarów (czyli 5,26% całości kwoty 38 dolarów zakładu), stanowi „przewagę" kasyna, dającą pewność, że *przeciętni* gracze zawsze będą tracić więcej, niż zdołają wygrać. W interesie gracza jest obstawiać tak rzadko, jak to możliwe, w interesie kasyna jest, by koło się kręciło. Podobnie inteligentny inwestor, powinien starać się, by liczba spółek, które oferują „większą szansę zysku, niż straty", była jak największa. Dla większości inwestorów, różnicowanie jest najprostszym i najtańszym sposobem powiększenia marginesu bezpieczeństwa.

Kryterium inwestycji kontra spekulacja

Ponieważ nie istnieje ogólnie przyjęta definicja inwestycji, władze mają prawo interpretować to pojęcie, w znacznym stopniu, według swego uznania. Wiele urzędów zaprzecza, jakoby istniała jakaś pewna i użyteczna różnica między koncepcją inwestycji oraz spekulacji. Naszym zdaniem, ten sceptycyzm jest zbyteczny. A nawet przynosi szkody, ponieważ pobudza wrodzoną skłonność wielu ludzi do ekscytowania się i ponoszenia ryzyka, podczas spekulacji giełdowych. Sugerujemy, aby zrobić użytek z koncepcji „marginesu bezpieczeństwa", wykorzystując ją jako kryterium, odróżniające działania inwestycyjne od spekulacyjnych.

Prawdopodobnie większość spekulantów (graczy) wierzy, że ma większe szanse, kiedy podejmuje ryzyko, a przez to może zdać się w swoich poczynaniach na margines bezpieczeństwa. Każdy z nich ma poczucie, że czas sprzyja jego dążeniom lub, że jego zdolności górują ponad tłumem albo, że jego doradca, bądź też system, zasługują na zaufanie. Takie stwierdzenia nie są jednak przekonujące. Bazują na subiektywnym, nie popartym przez żaden zbiór pozytywnych dowodów, toku rozumowania. Poważnie wątpimy, czy człowieka, który ryzykuje swoimi pieniędzmi na podstawie poglądu, że rynek kieruje się w górę albo w dół, można uznać za chronionego przez margines bezpieczeństwa, w jakimkolwiek znaczeniu tego słowa.

Dla kontrastu, pojęcie marginesu bezpieczeństwa w rozumieniu inwestora – jak wyjaśniliśmy już w tym rozdziale wcześniej – opiera się na prostej i sprecyzowanej analizie arytmetycznej danych statystycznych. Nie ma gwarancji, że z gruntu ilościowe podejście, nadal będzie prowadzić do pomyślnych rezultatów, w nieznanych warunkach w przyszłości. Nie ma jednak również powodów do pesymizmu w tej materii.

Dlatego, podsumowując, stwierdzamy, że do prawdziwej inwestycji potrzebny jest prawdziwy margines bezpieczeństwa. Prawdziwy zaś to taki, który można przedstawić za pomocą liczb, przekonującego rozumowania oraz w odniesieniu do sumy prawdziwych doświadczeń.

Zasięg pojęcia inwestycji

Aby doprowadzić do końca rozważania nad zasadami, musimy teraz dokonać dalszego rozróżnienia między inwestycjami konwencjonalnymi i niekonwencjonalnymi. Inwestycje (lokaty) konwencjonalne są odpowiednie dla typowego portfela. Pod takim szyldem, ukazują się zawsze emisje rządu

Stanów Zjednoczonych oraz pierwszorzędne akcje zwykłe, z których wypłacane są dywidendy. Dodamy tu jeszcze obligacje, emitowane przez władze stanowe bądź miejskie, dla tych, którzy zyskają dostatecznie dużo, dzięki zwolnieniu od podatków. Należą do nich również pierwszej jakości obligacje spółek, jeżeli, tak jak obecnie, ich zakup przynosi większy zysk od oszczędnościowych obligacji rządowych.

Inwestycje (lokaty) niekonwencjonalne to takie, które odpowiadają tylko inwestorowi przedsiębiorczemu. Mają szeroki zakres. Najobszerniejsza kategoria to akcje zwykłe o zaniżonej wartości, wyemitowane przez drugorzędne spółki, do których nabycia przekonujemy, jeżeli można je kupić za dwie trzecie, albo mniej, ich zalecanej wartości. Oprócz tego, istnieje często szeroki wybór średniej jakości obligacji spółek oraz akcji uprzywilejowanych, kiedy sprzedają się one po zaniżonych cenach, jak również są dostępne ze znaczną zniżką od ich wartości. Wtedy, przeciętny inwestor, może skłaniać się do nazwania takich papierów wartościowych spekulatywnymi, ponieważ, w jego rozumowaniu, brak najwyższej pozycji w rankingu, jest równoznaczny z brakiem wartości inwestycyjnych.

W naszym przekonaniu, dostatecznie niska cena, może zamienić akcje słabej jakości w korzystną inwestycję – pod warunkiem, że kupujący ma wiedzę i doświadczenie, oraz że stosuje odpowiednie różnicowanie. Jeśli zatem cena jest wystarczająco niska, by stworzyć solidny margines bezpieczeństwa, akcje mogą dzięki temu sprostać naszemu kryterium inwestycji. Nasz ulubiony przykład, służący poparciu tej tezy, dotyczy obligacji spółek zajmujących się obrotem nieruchomościami. W latach 20 papiery te, o wartości miliardów dolarów, były sprzedawane po wartości nominalnej i powszechnie polecane jako korzystna lokata. Spora ich część miała tak niewielką przewagę wartości nad zadłużeniem, że w istocie charakteryzowały się wysoce spekulatywnym charakterem. Podczas kryzysu w latach 30., ogromna ilość tych obligacji nie wywiązała się z wypłat odsetek, a ich cena spadła – w niektórych przypadkach poniżej 10 centów na 1 dolara. Na tym etapie, ci sami doradcy, którzy polecali je jako bezpieczne lokaty, odrzucali je jako papiery najbardziej spekulatywnego i nieatrakcyjnego typu. Faktem jest jednak, że obniżenie ceny o około 90% sprawiło, że wiele z tych obligacji okazało się niezwykle bezpiecznych – ponieważ ich prawdziwa wartość cztery albo pięć razy przekraczała notowania rynkowe.*

* Graham twierdzi, że nie ma dobrych czy złych akcji; są tylko tanie i drogie. Nawet najlepsza spółka staje się „zdradliwa", kiedy ceny jej akcji idą za bardzo w górę, podczas gdy udziały najgorszej spółki warto kupić, jeśli ich cena zejdzie wystarczająco nisko.

Fakt, że ich zakup naprawdę doprowadził do tego, co ogólnie można określić jako „wielki spekulatywny zysk", nie przeszkadza, by przy swoich niskich cenach miały prawdziwe walory inwestycyjne. Ten „spekulatywny" zysk jest nagrodą dla nabywcy, za dokonanie tak niezwykłej i bystrej inwestycji. Obligacje te można by właściwie nazwać okazją *inwestycyjną*, gdyż staranna analiza wykazałaby, że przewaga wartości nad ceną, daje szeroki margines bezpieczeństwa. Z tego też względu, już sama grupa „niestałych inwestycji", o których mowa wcześniej, będąca główną przyczyną strat ponoszonych przez naiwnego nabywcę akcji, może przynieść wiele korzyści rozsądnemu inwestorowi, który kupi je później, za znacznie wyższą cenę.*

Całą dziedzinę „wyjątkowych sytuacji", można by zaliczyć do naszej definicji operacji inwestycyjnych, ponieważ zakup jest w tym przypadku zawsze dyktowany szczegółową analizą, która obiecuje korzyść większą od zapłaconej ceny. Znowu jednak, w każdym pojedynczym przypadku, pojawia się element ryzyka, jakkolwiek jest on dopuszczalny w kalkulacjach i równoważony przez ogólne wyniki zróżnicowanych operacji.

Aby wprowadzić ten wywód na najwyższy poziomu logiki, moglibyśmy zasugerować, że przeprowadzenie inwestycji defensywnej może polegać na nabyciu tak niematerialnych walorów, jakie reprezentuje grupa „warrantów akcji zwykłych", sprzedających się, po niespotykanych w historii, niskich cenach (przykład ten ma na celu wywołanie czegoś na kształt szoku).** Cała wartość tych warrantów tkwi w prawdopodobieństwie, że odnoszące się do nich akcje, mogą pewnego dnia uzyskać cenę wyższą niż cena opcji. W tym momencie, nie mają one wartości godnej uwagi. Ponieważ wszystkie inwestycje opierają się na racjonalnych oczekiwaniach dotyczących przyszłości, należy postrzegać warranty w kategoriach matematycznego rachunku

* Wszyscy ludzie, którzy uznali akcje spółek z branży technologicznej i telekomunikacyjnej za „coś pewnego" na przełomie 1999 i 2000 roku, kiedy ich cena była piekielnie zawyżona, w 2002 roku rezygnowali z nich jako „zbyt ryzykownych" – nawet jeżeli, mówiąc słowami Grahama, „obniżenie ceny o około 90% sprawiło, że wiele tych akcji stało się niezwykle atrakcyjnych i całkiem bezpiecznych". Podobnie, analitycy z Wall Street, mieli zawsze skłonność nazywać akcje „korzystnym zakupem", kiedy ich cena jest wysoka, a przyczepiać im etykietkę „zdradliwych", gdy ich cena spada – dokładne przeciwieństwo tego, co nakazywałby Graham (i zwykły zdrowy rozsądek). Tak, jak zresztą w całej tej książce, Graham oddziela spekulację – albo kupowanie w nadziei na wzrost cen akcji – od inwestowania, czyli dokonywania zakupu w oparciu o wartość spółki.

** Graham używa pojęcia „warranty opcji akcyjnych" jako synonimu „warrantów", papierów wyemitowanych bezpośrednio przez spółkę, i dających ich posiadaczowi prawo do nabycia akcji tej spółki po wcześniej ustalonej cenie. Warranty zostały niemal całkowicie wyparte przez opcje akcyjne. Graham żartuje, że chciał zaszokować tym przykładem, ponieważ, nawet w jego czasach, warranty były uważane za jedno z najbardziej zaniedbanych obrzeży rynku (zobacz: Komentarz do Rozdziału 16.).

prawdopodobieństwa, że jakiś przyszły rynek byka doprowadzi do sporego wzrostu ich oznaczonej wartości i ceny. Badanie takie, może łatwo doprowadzić do wniosku, że znacznie więcej można zyskać, niż stracić, w takiej, jak ta operacji, oraz że szanse na ostateczny zysk są większe, niż prawdopodobieństwo ostatecznej straty. A jeśli tak jest, to nawet w mało ujmującej formie papierów wartościowych, jest margines bezpieczeństwa. Wystarczająco przedsiębiorczy inwestor, może zatem włączyć operacje związane z warrantami opcji akcyjnych, w szereg swych urozmaiconych i niekonwencjonalnych inwestycji.[1]

Podsumowanie

Inwestowanie jest najbardziej inteligentne, kiedy jest najbardziej *praktyczne*. To zadziwiające, ilu zdolnych biznesmenów próbuje działać na Wall Street, całkowicie lekceważąc wszystkie logiczne reguły, dzięki którym doszli do sukcesów w swoich własnych przedsięwzięciach. Przecież każdą z akcji spółki, najlepiej jest przedstawić w pierwszej kolejności jako udział i prawa jej właściciela w danym przedsiębiorstwie. Jeśli zaś, ktoś ma zamiar czerpać zyski z zakupu i sprzedaży akcji, samodzielnie rozpoczyna przedsięwzięcie, które, jeżeli ma mieć szanse powodzenia, należy prowadzić w zgodzie z przyjętymi zasadami biznesu.

Pierwsza, i najbardziej oczywista, z tych zasad brzmi: „Wiedz co robisz – znaj swoje zadanie". Dla inwestora oznacza to, że nie powinien dążyć do czerpania „komercyjnych zysków" z papierów wartościowych – odsetek i dywidend – dopóki nie będzie wiedział o wartości tych papierów tak wiele, jak powinien wiedzieć o wartości towaru, który zaproponowałby do wyprodukowania bądź sprzedana.

Druga zasada biznesu: „Nie pozwalaj nikomu innemu prowadzić swego interesu, dopóki, z odpowiednią starannością i zrozumieniem, nie sprawdzisz jego wydajności, albo nie będziesz miał niezwykle ważnego powodu, by całkowicie zaufać jego uczciwości i zdolnościom". Dla inwestora, zasada ta powinna określać warunki, w jakich pozwoli komuś innemu decydować, co dzieje się z jego pieniędzmi.

Trzecia zasada biznesu: „Nie przystępuj do działania – to znaczy wytworzenia albo sprzedaży przedmiotu – dopóki wiarygodne kalkulacje nie wykażą, że istnieje spora szansa na osiągnięcie sensownego zysku. Szczególnie unikaj przedsięwzięć, w których możesz mało zyskać a wiele stracić". Dla inwestora przedsiębiorczego oznacza to, że jego dążenia w celu osiągnięcia

zysku, powinny opierać się nie na optymizmie, ale na arytmetyce. Dla wszystkich inwestorów znaczy to, że jeśli ograniczają swe dochody do małej kwoty – przynajmniej jeśli chodzi o konwencjonalne obligacje albo akcje uprzywilejowane – muszą zażądać przekonywującego dowodu, że nie ryzykują zasadniczą częścią swojego kapitału.

Czwarta zasada biznesu jest bardziej pozytywna: „Czerp odwagę ze swej wiedzy i doświadczenia. Jeśli na podstawie faktów wysnułeś jakiś wniosek, i jeśli uważasz, że twoja ocena jest słuszna, działaj zgodnie z nią – nawet gdyby inni wahali się, bądź sprzeciwiali" (to, że tłum nie zgadza się z tobą, nie świadczy ani o tym, że masz rację, ani że jesteś w błędzie. Masz rację, ponieważ twoje dane i tok myślenia są prawidłowe). Podobnie, w świecie papierów wartościowych, odwaga staje się najwyższą cnotą *po tym*, kiedy masz już stosowną wiedzę i sprawdzony osąd.

Bez wątpienia konieczne jest, dla sukcesu typowego inwestora, aby włączył te wartości do swego programu – *pod warunkiem*, że ograniczy ambicje do swoich możliwości i zamknie swoje działania w obrębie bezpiecznej, i wąskiej, ścieżki standardowego, defensywnego inwestowania. Osiągnięcie *zadowalających* rezultatów z inwestycji jest prostsze, niż większość ludzi przypuszcza; osiągnięcie *najlepszych* rezultatów jest trudniejsze, niż się wydaje.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 20

Jeśli nie będziemy umieli przewidzieć nieprzewidywalnego, oczekiwać niespodziewanego, to w tym świecie nieokreślonych możliwości, możemy okazać się zdani na łaskę kogoś lub czegoś, co nie daje się zaprogramować, sklasyfikować czy łatwo sprawdzić.

Agent Fox Mulder, Archiwum X

Po pierwsze, nie przegrywaj

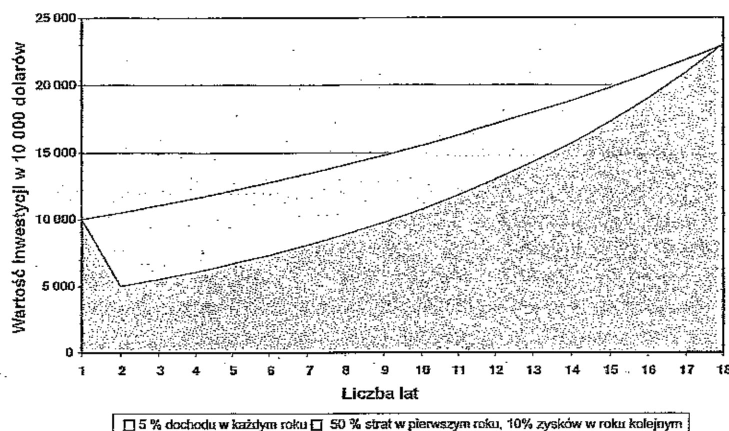
Czym jest ryzyko?

Otrzymasz różne odpowiedzi, w zależności od tego, komu i kiedy zadasz to pytanie. W 1999 roku ryzyko nie oznaczało utraty pieniędzy, ale zarabianie ich mniej, niż ktoś inny. Wielu ludzi przerażało spotkanie na przyjęciu kogoś, kto stawał się jeszcze bogatszy i jeszcze szybciej obracał akcjami spółek internetowych. Potem, całkiem znienacka, w 2003 roku, ryzyko zaczęło oznaczać, że rynek giełdowy może wciąż spadać, pociągając za sobą wszelkie oznaki zamożności, jakie jeszcze pozostały.

Znaczenie tego słowa wydaje się prawie tak kapryśne i ulegające wahaniom, jak sam rynek finansowy, ryzyko ma jednak kilka głębokich i niezmiennych właściwości. Ludzie, ponoszący największe ryzyko i odnoszący największe korzyści w czasie rynku byka, to prawie zawsze ci, którzy ponoszą najdotkliwsze straty w czasie rynku niedźwiedzia, który nieuchronnie przychodzi zaraz potem (przekonanie o własnej racji sprawia, że spekulanci jeszcze bardziej ochoczo podejmują dodatkowe ryzyko, gdyż ich ufność dodaje im zapału). A kiedy stracisz duże pieniądze, musisz ryzykować jeszcze bardziej, by odzyskać utraconą pozycję, jak gracz w kasynie lub na torze wyścigowym, który po każdej przegranej, rozpaczliwie podwaja stawkę. O ile nie dopisuje ci fenomenalne szczęście, jest to recepta na katastrofę. Nic dziwnego, że zapytany o podsumowanie wszystkiego, czego nauczył się w swej długiej karierze, a co prowadzi do osiągnięcia bogactwa, legendarny finansista J. K. Klingenstein z Wertheim&Co, odpowiedział po prostu: „Nie przegrywać."* Ten wykres ukazuje, co miał na myśli:

* Przytoczone za konsultantem inwestycyjnym, Charlesem Ellisem (Jason Zweig, *Wall Street's Wisest Man*, *Money*, czerwiec 2001, str. 49–52).

Wykres 20.1. Koszt przegranej



Wyobraź sobie, że znajdujesz akcje, które, jak myślisz, mogą wzrosnąć o 10% rocznie, nawet jeśli wskaźnik wzrostu rynku wynosi tylko 5% na rok. Niestety, jesteś tak rozentuzjazmowany, że płacisz zbyt wysoką cenę, a twoje akcje tracą 50% swojej wartości w ciągu pierwszego roku. Nawet, gdyby akcje te podwoiły później zysk rynkowy, wyprzedzenie rynku zajęłoby ci ponad 16 lat – po prostu dlatego, że na początku zapłaciłeś zbyt wiele.

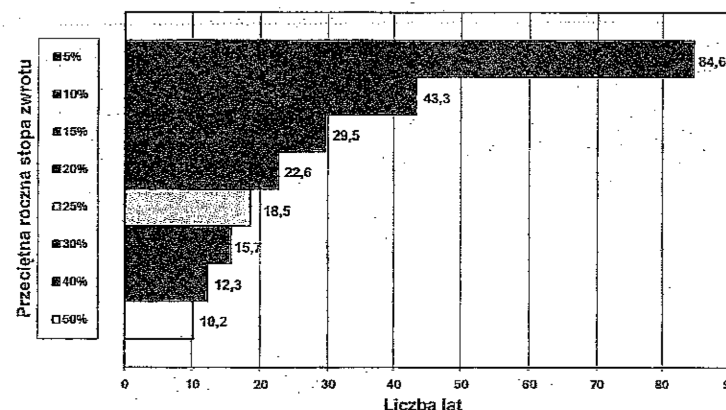
Strata pewnej sumy pieniędzy jest nieuniknioną częścią inwestowania i nie możesz nic zrobić, by temu zapobiec. Jednak, aby stać się inteligentnym inwestorem, musisz wziąć na siebie odpowiedzialność, że nigdy nie stracisz *większości albo wszystkich* swoich pieniędzy. Indyjska bogini zamożności, Lakshmi, przedstawiana jest często, jak stoi na palcach, gotowa uciec w mgnieniu oka. Aby symbolicznie zatrzymać ją w miejscu, niektórzy jej wyznawcy krępowali posągi bogini paskami tkaniny lub przybijali gwoździami jej stopy do podłogi. Dla inteligentnego inwestora „margines bezpieczeństwa" Grahama, spełnia tę samą funkcję. Nie chcąc inwestować zbyt dużej sumy, minimalizujesz prawdopodobieństwo, że twój kapitał przepadnie albo ulegnie nagłemu zniszczeniu.

Rozważ rzecz następującą: przez cztery kwartały, kończące się w grudniu 1999 roku, JDS Uniphase Corp., spółka wytwarzająca światłowody, osiągnęła 673 mln dolarów sprzedaży netto, z czego straty wynosiły 313 mln. Wartość jej aktywów materialnych to w sumie 1,5 mld dolarów. Tymczasem 7 marca 2000 roku, cena akcji JDS Uniphase podskoczyła do 153 dolarów, dając spółce całkowitą wartość rynkową rzędu 143 mld dolarów.* Potem

* W cenie akcji JDS Uniphase zostały uwzględnione późniejsze pomnożenia.

zaś, jak większość akcji „nowej ery", poniosły klęskę. Każdy, kto kupił je w tym dniu i wciąż kurczowo się ich trzymał aż do końca 2002 roku, ujrzał taki widok:

Wykres 20.2. Nie jest łatwo się odkuć



Gdybyś, 7 marca 2000 roku, kupił akcje JDS Uniphase za ich szczytową cenę 153,421 dolara, i wciąż przechowywał do końca 2002 roku (który zakończyły ceną 2,47 dolara), ile czasu potrzebowałbyś, aby powróciły one do ceny zakupu, przy zróżnicowanym średnim rocznym współczynniku dochodów?

Nawet solidny, 10% roczny współczynnik dochodów zajmie ponad *43 lata*, aby odpracować ten zakup po zawyżonej cenie.

Ryzyko nie tkwi w naszych akcjach, ale w nas samych

Ryzyko istnieje w innym wymiarze: w tobie. Jeśli przecenisz swoją wiedzę o inwestowaniu albo wyolbrzymisz swoje zdolności wykorzystywania chwilowych spadków cen, nie ma znaczenia, co posiadasz, czy też jak sprawuje się rynek. W końcu ryzyko finansowe tkwi nie w tym, jakiego rodzaju inwestycji dokonujesz, ale jakim jesteś inwestorem. Jeżeli chcesz wiedzieć, jakie naprawdę jest ryzyko, wejdź do najbliższej łazienki i podejdź do lustra. Ryzyko spogląda na ciebie z lustrzanej tafli.

Kiedy tak obserwujesz swoje odbicie, czego powinieneś tam szukać? Laureat Nagrody Nobla, psycholog Daniel Kahneman, opisuje dwa czynniki, które charakteryzują dobre decyzje:

- **„dobrze wyregulowana wiara w siebie"** (czy potrafię zrozumieć tę inwestycję tak dobrze, jak mi się wydaje?)
- **„odpowiednie przygotowanie do porażki"** (jak zareaguję, jeśli moje analizy okażą się błędne?)

Aby przekonać się, czy twoja wiara w siebie jest dobrze wyregulowana, spójrz w lustro i zadaj sobie pytanie: „Jakie jest prawdopodobieństwo, że moja analiza jest trafna?". Przemyśl dokładnie następujące pytania:

- Ile mam doświadczenia? Jak wygląda przebieg mojej kariery, jeśli chodzi o podobne decyzje?
- Jaki jest typowy przebieg kariery ludzi, którzy próbowali tego w przeszłości?*
- Jeśli ja kupuję, ktoś inny sprzedaje. Na ile prawdopodobne jest, że dowiem się czegoś, czego nie wie ta druga osoba (albo firma)?
- Jeśli ja sprzedaję, ktoś inny kupuje. Na ile prawdopodobne jest, że dowiem się czegoś, czego nie wie ta druga osoba (albo firma)?
- Czy obliczyłem, o ile musi wzrosnąć moja lokata, żebym wyszedł na czysto z podatkiem i kosztami handlowymi?

Następnie spójrz w lustro, by przekonać się, czy stanowisz typ osoby, która jest przygotowana na klęskę. Zacznij od pytania: „Czy zdaję sobie sprawę z konsekwencji, jeśli moja analiza okaże się błędna?". Odpowiedz sobie na to, rozważając następujące punkty:

- Jeśli mam rację, mogę zarobić mnóstwo pieniędzy. A jeśli się mylę? Ile mogę *stracić*, analizując osiągnięcia z przeszłości oraz podobne inwestycje?
- Czy mam inne inwestycje, które pomogą mi wybrnąć z sytuacji, jeśli decyzja okaże się błędna? Czy mam już akcje, obligacje lub fundusze, o dowiedzionej historii wzrostu, na wypadek, gdyby rozważana przeze mnie inwestycja poszła w dół? Czy nową inwestycją nie narażam zbyt dużej części mojego kapitału?
- Kiedy mówię sobie, „masz dużą tolerancję na ryzyko", na jakiej podstawie tak twierdzę? Czy kiedykolwiek straciłem dużą sumę pieniędzy na inwestycjach giełdowych? Jak wtedy się czułem? Czy kupowałem więcej, czy dałem za wygraną?

* Nikt, kto rzetelnie przeanalizował odpowiedź na to pytanie i szczerze zgodził się z rezultatem, w życiu nie sprzedawał ani nie kupował papierów wartościowych w początkowej ofercie publicznej.

- Czy, aby uniknąć paniki w nieodpowiednim momencie, polegam na samej tylko sile woli? Czy potrafię kontrolować moje zachowanie, aby zróżnicować wybór, podpisać umowę inwestycyjną i wypośrodkować koszty?

Powinieneś zawsze pamiętać, że, jak mówił psycholog Paul Slovic, „ryzyko jest przyrządzone z równych dawek dwóch składników – prawdopodobieństwa i konsekwencji".* Zanim dokonasz inwestycji, musisz się upewnić, że realistycznie oceniłeś i prawdopodobieństwo swojej racji, i reakcję na konsekwencje popełnienia błędu.

Zakład Pascala

Filozof zajmujący się dziedziną inwestowania, Peter Bernstein, ma inny sposób na podsumowanie tego wszystkiego. Nawiązuje do Blaise Pascala, wielkiego francuskiego matematyka i teologa (1623–1662), twórcy myślowego eksperymentu, w którym agnostyk musi postawić na to, czy Bóg istnieje, czy nie. Stawka, jaką ta osoba stawia w zakładzie, to jej prowadzenie się w życiu, zaś ostateczna zapłata, to los jej duszy po śmierci. W zakładzie tym, jak utrzymuje Pascal, „rozum nie może decydować" o prawdopodobieństwie istnienia Boga. Czy Bóg istnieje, czy też nie – kwestię tę może rozstrzygnąć tylko los, nie rozum. O ile jednak, zakład Pascala opiera się na rachunku prawdopodobieństwa, to konsekwencje są zupełnie jasne i całkowicie pewne. Jak wyjaśnia Bernstein:

> Przypuśćmy, że postępujesz, jakby Bóg istniał i wiedziesz życie cnotliwe i wstrzemięźliwe, kiedy tak naprawdę Boga nie ma. Ominie cię trochę przyjemności, ale również spotkają nagrody. A teraz załóżmy, że postępujesz tak, jakby Boga nie było, żyjąc w grzechu, egoizmie i rozpuście, podczas gdy okazuje się, że Bóg jest. W ciągu stosunkowo krótkiego okresu swego życia, możesz zaznać różnych radości i wzruszeń, ale kiedy nadejdzie dzień sądu, znajdziesz się w poważnym kłopocie.**

* Paul Slovic, *Informing and Educating the Public about Risk*, *Risk Analysis*, vol. 6, nr 4, 1986, str. 412.
** *The Wager*, Blaise Pascal, *Pensées*, Penguin Books, Londyn–Nowy Jork 1995, str. 122–125; Peter L. Bernstein, *Against the Gods*, John Wiley&Sons, Nowy Jork 1996, str. 68–70; Peter L. Bernstein, *Decision Theory in Iambic Pentameter*, *Economics & Portfolio Strategy*, 1 stycznia 2003, str. 2.

Bernstein podsumowuje: „Podczas podejmowania decyzji w warunkach niepewności, konsekwencje muszą zapanować nad prawdopodobieństwem. Nigdy nie poznamy przyszłości". Dlatego też, jak przypomina Graham w każdym z rozdziałów tej książki, inteligentny inwestor musi się skupić nie tylko na trafności swej analizy. Należy także zabezpieczyć się przed stratą, jeśli analiza okaże się błędna – tak czasem dzieje się nawet z tymi najlepszymi. Prawdopodobieństwo popełnienia co najmniej jednego błędu, w jakimś momencie twojej kariery inwestora, wynosi właściwie 100% i znajduje się całkowicie poza twoją kontrolą. Niemniej jednak, *masz* kontrolę nad konsekwencjami popełnienia błędu. W 1999 roku, wielu „inwestorów" włożyło wszystkie swoje pieniądze w akcje spółek internetowych. Badanie przeprowadzone za pośrednictwem sieci, któremu w 1999 roku magazyn *Money* poddał 1338 Amerykanów, wykazało, że prawie jedna dziesiąta z nich ulokowała przynajmniej 85% swoich pieniędzy w akcjach takich właśnie przedsiębiorstw. Ignorując nawoływania Grahama o zachowanie marginesu bezpieczeństwa, ludzie ci wybrali niewłaściwą stronę zakładu Pascala. Z pewnością byli świadomi prawdopodobieństwa swojej racji, ale nie zrobili nic, by ochronić się przed konsekwencjami błędu.

Po prostu, różnicując nieustannie swoje lokaty, i powstrzymując się od szastania pieniędzmi pod wpływem ostatnich krzyków rynkowej mody, możesz sprawić, że następstwa twoich pomyłek nigdy nie okażą się katastrofalne. Niezależnie od tego, co zgotuje ci rynek, zawsze będziesz w stanie powiedzieć ze spokojem i wiarą: „I to wszystko również przeminie".

Posłowie

Oto dwóch partnerów, którzy spędzili spory kawał życia, obracając na Wall Street funduszami swoimi i wielu innych ludzi. Nieco cięższych doświadczeń nauczyło ich, że lepiej być bezpiecznym i ostrożnym, niż próbować zarobić wszystkie pieniądze świata. Stworzyli oni raczej niespotykane podejście do operacji giełdowych, które łączyło w sobie możliwości dobrych zysków z rozsądnymi stawkami. Unikali wszystkiego, co zdawało się mieć zawyżoną cenę i raczej dosyć szybko pozbywali się papierów wartościowych osiągających poziom, który uznali za nieatrakcyjny. Ich portfel był zawsze należycie zróżnicowany, zawierając ponad 100 różnego rodzaju akcji. Tym sposobem, powodziło im się całkiem dobrze przez wiele lat wzlotów i upadków rynku. W skali roku osiągali średnio 20% z kilku milionów kapitału, którym zgodzili się zarządzać, a ich klienci byli bardzo zadowoleni z wyników.*

W roku, w którym ukazało się pierwsze wydanie tej książki, wspólnikom nadarzyła się sposobność nabycia połowy udziałów w rozwijającym się przedsiębiorstwie. Z pewnych powodów, firma ta nie wzbudzała w owym czasie zainteresowania Wall Street i transakcja została odrzucona przez kilka liczących się domów maklerskich. Obaj partnerzy znajdowali się jednak pod wrażeniem możliwości spółki, a rozstrzygające okazało się dla nich to, że cena była umiarkowana w stosunku do bieżących dochodów i wartości kapitału. Dokonali więc transakcji, opiewającej w dolarach na około jedną

* Ci dwaj partnerzy, o których Graham pisze tak skromnie, to Jerome Newman i on sam.

piątą ich funduszy i odtąd byli ściśle utożsamiani z udziałem w tej dobrze prosperującej działalności.*

Rzeczywiście, powodziło im się tak dobrze, że cena akcji spółki urosła do sumy dwieście, albo więcej razy, przekraczającej kwotę zainwestowaną w ich połowę udziałów. Postęp ten, znacznie przewyższył faktyczny wzrost zysków i prawie od początku notowania wydawały się zbyt wysokie według standardów inwestycyjnych obu partnerów. Jednak, ponieważ traktowali oni spółkę jako pewnego rodzaju „rodzinny interes", utrzymywali znaczną część akcji, mimo spektakularnego wzrostu ich cen. Ogromna liczba współuczestników ich funduszu czyniła to samo i stali się oni milionerami, dzięki swej lokacie w tym jednym przedsiębiorstwie, oraz w jego później założonych oddziałach.**

Jak na ironię, suma zysków, jakie nagromadziły się wskutek tej jednej decyzji, przekraczała znacząco sumę wszystkich innych inwestycji, zrealizowanych w ciągu 20 lat szeroko zakrojonej działalności obu wspólników, włączając w to mnóstwo badań, niekończących się rozważań i niezliczonych indywidualnych decyzji.

Czy z historii tej wynikają jakieś morały dla inteligentnych inwestorów? Ten najbardziej oczywisty brzmi, że na Wall Street istnieje kilka sposobów zdobycia i utrzymania pieniędzy. Inny, już nie tak oczywisty głosi, że uśmiech losu, albo doskonale wyważona decyzja (ale czy można je odróżnić?), mogą znaczyć więcej, niż wysiłki całego życia.[1] Jednak oprócz szczęścia, czy też krytycznej decyzji, potrzebne jest zazwyczaj zaplecze w postaci przygotowania i ukształtowanych zdolności. Musisz być wystarczająco przekonany i zorientowany, a wtedy takie możliwości zapukają akurat do twoich drzwi. Musisz mieć środki oraz zdolność osądu i odwagę, by zrobić z nich użytek.

* Graham opisuje spółkę Government Employees Insurance Co., czyli GEICO, w której on i Newman kupili w 1948 roku 50% udziałów. Miało to miejsce mniej więcej w tym samym czasie, kiedy Graham kończył pisać *The Intelligent Investor*. Kwota 712 500 dolarów, którą zainwestowali w GEICO stanowiła wówczas prawie 25% ich kapitału. Przez wiele lat Graham był członkiem rady nadzorczej GEICO. Szczęśliwym zbiegiem okoliczności, największy z uczniów Grahama, Warren Buffett, sam postawił na GEICO w 1976 roku, kiedy ta wielka kompania ubezpieczeniowa stała u progu bankructwa. Okazało się to zresztą jedną z najlepszych inwestycji Buffetta.

** Z powodu interpretacji przepisów prawnych, Graham i Newman zostali zmuszeni przez U.S. Securities & Exchange Commission do rozdzielenia akcji Graham-Newman GEICO Corp. między akcjonariuszy. Inwestor, który na początku 1948 roku miał 100 akcji tej spółki (wartych 11 413 dolarów) i dotrwał do dystrybucji GEICO, w roku 1972 mógł mieć już 1,66 mln dolarów. Do „później założonych oddziałów" GEICO należały Government Employees Financial Corp. i Criterion Insurance Co.

Oczywiście, nie można obiecać tak spektakularnego doświadczenia wszystkim inteligentnym inwestorom, którzy latami będą czujni i ostrożni. Nie mamy zamiaru na koniec przytaczać słów J. J. Raskoba, z których naśmiewaliśmy się na początku: „Każdy może być bogaty". Jednakże na finansowej scenie jest pod dostatkiem interesujących możliwości, a inteligentny i przedsiębiorczy inwestor powinien umieć znaleźć i przyjemność, i zysk. Emocje gwarantowane.

KOMENTARZ DO POSŁOWIA

Sukces inwestycji wiąże się z ryzykiem, a nie jego unikaniem. Na pierwszy rzut oka, kiedy uświadomisz sobie, że Graham zainwestował 25% kapitału w akcje jednego tylko rodzaju, mógłbyś pomyśleć, że lekkomyślnie zaryzykował pieniądze swoich inwestorów. Później jednak, kiedy dowiesz się, że Graham skrupulatnie ustalił, że mógłby upłynnić akcje GEIKO za co najmniej tyle, ile za nie zapłacił, staje się jasne, że podejmowane przez niego ryzyko finansowe było bardzo małe. Musiał mieć jednak ogromną odwagę, by podjąć psychologiczne ryzyko, stawiając tak wiele, na tak mało znane akcje.*

Dzisiejsze gazety pełne są przerażających faktów i nierozstrzygniętych wyzwań: schyłek rynku byka w latach 90., spowolnienie rozwoju ekonomicznego, przestępstwa finansowe oraz widmo terroryzmu i wojny. „Inwestorzy nie lubią niepewności" – recytuje specjalista od strategii rynkowej w telewizyjnym programie poświęconym finansom lub w gazecie codziennej. Ale inwestorzy nigdy nie lubili niepewności – a przecież jest to najbardziej fundamentalny i trwały z warunków panujących w świecie inwestycji. Tak zawsze było i tak zawsze będzie. Tak naprawdę „niepewność" i „inwestowanie" są synonimami. W rzeczywistym świecie, nikt nie może być przekonany, że jakiś szczególny moment jest najlepszy na zakup akcji. Bez zbawiennej ufności w przyszłość, nikt w ogóle nie mógłby inwestować. Aby być inwestorem, musisz wierzyć w lepsze jutro.

Będąc najlepiej wykształconym z inwestorów, Graham uwielbiał dzieje Ulissesa, o których opowiada Homer, Alfred Tennyson i Dante. Będąc już w podeszłym wieku, Graham szczególnie upodobał sobie tę scenę z *Piekła* Dantego, w której Ulisses opowiada, jak nakłaniał swą załogę do żeglugi na zachód, w stronę nieznanych wód, położonych za słupami Herkulesa:

* Anegdota Grahama przypomina również, że ci z nas, którzy nie są tak znakomici, jak on, muszą zawsze różnicować swoje portfele, aby chronić się przed ryzykiem wkładania zbyt wielu pieniędzy w akcje jednego rodzaju. Kiedy sam Graham przyznaje, że GEICO była „lutem szczęścia", jest to sygnał, że większość z nas nie może liczyć na to, że będzie w stanie znaleźć tak świetną okazję. Aby uchronić inwestowanie od popadania w hazard, musisz różnicować.

„Bracia! – mówiłem – śród hazardów tyla
Zaszli na świata przedwieczorne skraje,
Skoro wam jeszcze bodaj jedna chwila
W zmysłów czuwaniu przed śmiercią zostaje,
Nie żmudźcie duszę wydobyć z ciemnoty,
Za słońcem idąc w niemieszkalne kraje.
Zważcie plemienia waszego przymioty;
Nie przeznaczono wam żyć jak zwierzęta,
Lecz poszukiwać i wiedzy i cnoty".
A w mej gromadce ta łekka zachęta
Takie pragnienie podróży zapali,
Że się w porywie na nic zapamięta.
Ku wschodowi-śmy rufę obracali,
Prąc skrzydła wioseł na jazdę szaloną (...)*

Inwestowanie to również przygoda, finansowa przyszłość jest zawsze, jak niezbadany kraj. Kiedy masz Grahama za przewodnika, twoja życiowa podróż w świat inwestycji będzie bezpieczna, pewna i ekscytująca.

* Dante Alighieri, *Boska Komedia, Piekło, pieśń XXVI*, w. 112–125, tłum. Edward Porębowicz, PIW, Warszawa 1975, str. 137 (w oryginale przekład Jasona Zweiga – przyp. tłum.).

Dodatki

Warren E. Buffett

1. Superinwestorzy z Graham-and-Doddsville

NOTA WYDAWCY: *Artykuł jest zapisem wykładu wygłoszonego w 1984 roku na Columbia University, z okazji obchodów 15. rocznicy wydania książki „Security Analysis", której autorami byli Benjamin Graham i David L. Dodd. Opracowanie to, jako pierwsze, przedstawiało idee rozpowszechnione później przez dzieło „The Intelligent Investor". Wykład Buffetta to fascynujący zapis tego, jak uczniowie Grahama zastosowali jego metody do osiągania fenomenalnych sukcesów na rynku giełdowym.*

Czy podejście Grahama i Dodda do analizy giełdowej, wyrażające się słowami „szukaj walorów o znaczącym marginesie bezpieczeństwa w odniesieniu do ceny", jest ponadczasowe? Wielu profesorów i liczne podręczniki twierdzą dzisiaj, że tak. Utrzymują, że rynek giełdowy jest wydajny, co oznacza, że ceny akcji odzwierciedlają wszystko, co wiadomo o perspektywach spółki i stanie gospodarki. Nie ma niedocenionych akcji, jak twierdzą teoretycy, ponieważ istnieją zdolni analitycy giełdowi, którzy potrafią wykorzystać wszystkie dostępne informacje, aby zapewnić niezawodne i odpowiednie ceny. Inwestorom, którzy zdają się rok po roku triumfować na rynku, dopisuje szczęście. „Jeśli ceny w pełni odzwierciedlają dostępną wiedzę, to ten rodzaj umiejętności inwestycyjnych zdaje się być wykluczony" – pisze jeden ze współczesnych autorów podręczników.

No cóż, być może. Chcę jednak zaprezentować grupę inwestorów, którzy regularnie prześcigali indeks Standard & Poor's 500. Hipoteza, że działo się to przez czysty przypadek, jest warta sprawdzenia. Wszyscy byli mi dobrze znani, jako znakomici inwestorzy od ponad 15 lat. Gdybym wybrał przypadkowe nazwiska, radziłbym wam zakończyć lekturę w tym miejscu.

Dodam również, że wszystkie notowania zostały skontrolowane. Poznałem też wielu ludzi, którzy inwestowali za ich pośrednictwem i otrzymywane przez nich na przestrzeni lat czeki, pasują do tych notowań.

Zanim zaczniemy nasz sprawdzian, chciałbym, abyście wyobrazili sobie ogólnokrajowe zawody w rzucaniu monetą. Załóżmy, że jutro rano budzimy 225 mln Amerykanów i każemy im założyć się o dolara. Wszyscy wstają o wschodzie słońca i obstawiają rzut monetą. Kto obstawi prawidłowo, wygrywa 1 dolara od tych, którzy obstawili źle. Każdego dnia przegrani odpadają, a w kolejnym dniu stawka wzrasta o wszystkie poprzednie wygrane. Po 10 dniach i 10 rzutach, będzie w Stanach Zjednoczonych, w przybliżeniu, 220 000 ludzi, którzy prawidłowo obstawili wszystkie rzuty. Każdy z nich wygra niewiele ponad 1000 dolarów.

Prawdopodobnie zaczną się tym teraz trochę chełpić, bo taka jest już natura ludzka. Mogą nawet starać się być skromni, ale na przyjęciach będą zwierzać się atrakcyjnym przedstawicielom płci przeciwnej, jaka jest ich technika, i jakie mają cudowne rozeznanie w kwestii rzutu monetą.

Zakładając, że zwycięzcy w dalszym ciągu otrzymują wygraną od pokonanych, w następnych 10 dniach mamy 215 ludzi, z których każdy trafnie obstawił 20 kolejnych rzutów. Dzięki temu, każdy z nich zamienił jednego dolara w niewiele ponad milion dolarów. 225 mln dolarów można było przegrać, 225 mln można było wygrać.

Dopiero teraz zwycięzcy naprawdę stracą głowę. Prawdopodobnie napiszą książkę pod tytułem *Jak zamieniłem dolara w milion w ciągu 20 dni, pracując co rano po 30 sekund.* Co gorsza, całkiem możliwe, że zaczną jeździć po kraju i wygłaszać seminaria na temat wydajnego rzutu monetą, uciszając sceptycznych profesorów: „Jeśli to niewykonalne, dlaczego jest nas 215?".

W końcu, jakiś profesor ze szkoły biznesu okaże się brutalny i powie wprost, że gdyby 225 mln orangutanów poddać identycznemu eksperymentowi, efekt byłby bardzo podobny – 215 zarozumiałych małp wygrywających 20 razy pod rząd.

Ja będę się jednak upierał, że w moich przykładach, jest inaczej. Gdyby wziąć 225 mln orangutanów, rozmieszczonych tak samo, jak populacja Stanów Zjednoczonych; gdyby po 20 dniach zostało z nich wyłonionych 215 zwycięzców, i gdyby jeszcze okazało się, że 40 z nich pochodzi z konkretnego ZOO w Omaha, można by przypuszczać, że o coś tu jednak chodzi. Prawdopodobnie należałoby wtedy pójść do ogrodu zoologicznego i zapytać dozorcę, o to, jak karmi zwycięskie orangutany, czy wykonują jakieś specjalne ćwiczenia, czy czytają jakieś książki itd.

Zatem, jeśli natrafilibyśmy na naprawdę niezwykłe skupiska sukcesu, chcielibyśmy wiedzieć, czy można wyodrębnić jakieś niezwykłe cechy, które do niego doprowadziły.

Na tym opierają się badania naukowe. Gdybyśmy spróbowali poddać analizie przypadki rzadkiej odmiany raka – powiedzmy, 1500 przypadków rocznie na terenie Stanów Zjednoczonych – i odkryli, że 400 z nich miało miejsce w małym górniczym miasteczku w Montanie, zainteresowalibyśmy się, jaka jest jakość wody w tamtym regionie, czym zajmowali się chorzy itp. Wiadomo przecież, że nie jest czystym zbiegiem okoliczności, iż 400 przypadków pochodzi z tak małego obszaru. Niekoniecznie więc znalibyśmy przyczynę zachorowań, ale wiedzielibyśmy, gdzie jej szukać.

Są też oczywiście inne sposoby identyfikacji pochodzenia niż geografia. Dodatkiem do pochodzenia geograficznego może być coś, co ja nazywam pochodzeniem *intelektualnym*. Odkryjemy, że pewna liczba graczy „rzucających monetą" o poważne stawki w świecie inwestycji, pochodzi z małej intelektualnej wioski, która nazywa się Graham-and-Doddsville. I to nie jest przypadek.

Ale może być i tak, że setka ludzi, po prostu naśladowała rzuty monetą, wykonywane przez jakąś znakomitość. Jeśli ten ktoś obstawiał orła, 100 naśladowców automatycznie robiło to samo. Gdyby ich lider należał do grupy 215 zwycięzców, fakt, że 100 pozostałych pochodzi z tej samej intelektualnej wioski byłby bez znaczenia. Załóżmy, że żyjemy w silnie patriarchalnym społeczeństwie, a każda rodzina w Stanach Zjednoczonych składa się z 10 członków. Załóżmy też, że kultura patriarchalna jest tak silna, że kiedy 225 mln ludzi, przystąpiło pierwszego dnia do gry, każdy członek rodziny obstawił to samo, co ojciec. Teraz, pod koniec dwudziestodniowego okresu, mamy już 215 zwycięzców i widać, że pochodzą oni z 21,5 rodziny. Naiwnie można by stwierdzić, że wskazuje to na bardzo mocny czynnik dziedziczenia, tłumaczący serię trafnych rzutów monetą. Ale oczywiście jest to całkowicie bez sensu, bo wynikałoby z tego, że nie ma 215 indywidualnych zwycięzców, ale 21,5 losowo wybranych rodzin, które wygrały.

W grupie skutecznych inwestorów, którą mam zamiar przedstawić, wspólnym intelektualnym patriarchą był Ben Graham. Jednakże dzieci, które opuściły jego dom, obstawiały swoje „rzuty monetą" na wiele sposobów. Udawały się w różne miejsca, kupowały i sprzedawały różne akcje, ale przecież ich wspólnych osiągnięć nie można wytłumaczyć czystym przypadkiem. Nie da się też wyjaśnić faktem, że obstawiają oni rzuty identycznie, pod dyktando swego lidera. Patriarcha przedstawił wprawdzie intelektualną teorię podejmowania decyzji związanych z obstawianiem rzutów, ale każdy z jego uczniów wybrał swoją własną metodę stosowania teorii.

Wspólne dla inwestorów z Graham-and-Doddsville jest to, że szukają oni rozbieżności między *wartością* przedsiębiorstwa a *ceną* małych cząstek tego przedsiębiorstwa, dostępnych na rynku. W pierwszym rzędzie, wykorzystują te rozbieżności, nie martwiąc się, jak wielu innych zdolnych teoretyków rynku, czy akcje były kupione w poniedziałek, czy w piątek, czy jest styczeń, czy lipiec. Dla inwestorów ze szkoły Grahama i Dodda, przy podejmowaniu decyzji, nie ma znaczenia dzień tygodnia lub miesiąc, w którym transakcja ma nastąpić. Zdumiewa mnie więc, dlaczego akademicy inwestują tak wiele czasu i wysiłku, po to tylko by przekonać się, czy istnieje jakaś różnica, kiedy kupujemy małe części tego samego przedsiębiorstwa. Nie trzeba mówić, że nasi inwestorzy ze szkoły Grahama i Dodda nie rozważają współczynnika beta, dotyczącego wpływu środków trwałych na cenę akcji, czy zmienności dochodów wśród papierów wartościowych. To ich nie interesuje. Tak naprawdę większość z nich, miałaby nawet trudności ze zdefiniowaniem tych pojęć. Inwestorzy skupiają się po prostu na dwóch zmiennych – cenie i wartości.

Zawsze uważałem za niezwykłe, że tak wiele badań poświęcono cenie i wolumenowi, co tak naprawdę powinno stanowić podstawę zainteresowań związków zawodowych. Czy możecie sobie wyobrazić zakup całego przedsiębiorstwa tylko z tego powodu, że jego cena znacząco *wzrosła* przed tygodniem, czy dwoma? Przyczyną, dla której poświęcono mnóstwo studiów cenom i wahaniom ilościowym, jest to, że obecnie, w erze komputerów, dostępna jest prawie nieskończona ilość danych. A skoro istnieją dane, akademicy ciężko pracowali nad odkryciem matematycznych metod, pozwalających nimi manipulować. Kiedy powstały metody, wydawało się grzechem z nich nie skorzystać. Nawet, jeśli były bezużyteczne albo wręcz szkodliwe. Jak mawiał pewien mój przyjaciel, „dla człowieka z młotkiem wszystko wygląda jak gwóźdź".

Myślę, że grupa, którą określiłem, jako „wspólny intelektualny dom" warta jest uwagi. Akademickie badania skupiają się na cenie, wielkości, zależności od sezonu, zakresie kapitalizacji, wydajności akcji, ale nie poświęcają uwagi metodom, którymi posługują się wartościowi i dobrze zorientowani zwycięzcy.

Powracam teraz pamięcią do naszej czteroosobowej grupy, pracującej w Graham-Newman Corporation od roku 1954 do roku 1956. Zaproponowałem, że będę pracował w Graham-Newman za darmo, po tym, jak zacząłem uczęszczać na zajęcia prowadzone przez Bena Grahama, ale ten odprawił mnie jako przewartościowanego. Kwestię wartości traktował bardzo poważnie! Po długich naleganiach wreszcie mnie zatrudnił. Wszyscy czterej

działaliśmy na poziomie „wyrobników". Cała czwórka odeszła w latach 1955–1957, kiedy to firma uległa rozwiązaniu. Odtąd mogłem śledzić dokonania moich trzech współpracowników.

W pierwszym przykładzie (Tabela 1., str. 495) pojawia się Walter Schloss. Walter nigdy nie uczęszczał na studia, ale ukończył wieczorowy kurs prowadzony przez Bena Grahama w New York Institute of Finance. Z firmy Graham-Newman odszedł w 1955 roku i w ciągu 28 lat osiągnął wyniki ukazane w tabeli.

Oto co „Adam Smith" – po tym, jak przedstawiłem mu Waltera – napisał o nim w *Supermoney* (1972).

> Nie ma koneksji ani dostępu do użytecznych informacji. Na Wall Street praktycznie nikt go nie zna i nie wyznaję on żadnych idei. Wyszukuje numery w podręcznikach, przekazuje je do sprawozdań rocznych, no i tyle.
>
> Przedstawiając mnie Schlossowi, Warren, moim zdaniem, opisał również siebie. „Nigdy nie zapomina, że obraca cudzymi pieniędzmi i to jeszcze wzmacnia jego niechęć do przegrywania". Jest uczciwy i realistycznie ocenia na swoje możliwości. Liczą się dla niego pieniądze i liczą się akcje – i stąd wynika jego zamiłowanie do zasady „marginesu bezpieczeństwa".

Walter dokonywał znacznego różnicowania papierów wartościowych, będąc ciągle w posiadaniu akcji ponad 100 spółek. Wiedział, jak rozpoznać akcje, które można sprzedać po znacznie niższej cenie, niż wartość, jaką przedstawiają dla prywatnego właściciela. Nie martwił się, że to akurat styczeń, nie martwił się, że to poniedziałek, nie martwił się, czy w danym roku odbywają się wybory. Mówił po prostu, że jeśli akcje są warte dolara, a można je kupić po 40 centów, to może z tego wyjść coś dobrego. I właśnie tak ciągle postępuje. Ma więcej akcji niż ja i jest znacznie mniej zainteresowany podstawową naturą spółki – nie wydaje mi się, bym miał na Waltera znaczący wpływ. To jeden z jego atutów – nikt nie ma na niego większego wpływu.

Drugi jest Tom Knapp, który również pracował ze mną w firmie Graham-Newman. Przed wojną Tom studiował chemię w Princeton, a kiedy wrócił z wojny, bezczynnie wylegiwał się na plaży. Pewnego dnia przeczytał, że Dave Dodd prowadzi w Columbia University kursy wieczorowe z dziedziny inwestycji. Tom wziął w nich udział jako wolny słuchacz i temat tak go zainteresował, że zapisał się do Columbia Business School, którą ukończył z tytułem magistra zarządzania biznesem. Ponownie zaczął uczęszczać na kurs prowadzony przez Dodda, a także na kurs Grahama (nawiasem mówiąc, 35 lat później zadzwoniłem do Toma, by upewnić się co do

Tabela 1. Walter J. Schloss

Rok	Ogólny zysk S&P, włącznie z dywidendami (%)	Ogólny zysk WJS Ltd Partners, rocznie (%)	Ogólny zysk WJS Partnership, rocznie (%)		
1956	7,5	5,1	6,8	Łączny zysk Standard & Poor's za okres 28¼ lat	887,2%
1957	–10,5	–4,7	–4,7		
1958	42,1	42,1	54,6	Łączny zysk WJS Limited Partners za okres 28¼ lat	6 678,8%
1959	12,7	17,5	23,3		
1960	–1,6	7,0	9,3	Łączny zysk WJS Partnership za okres 28¼ lat	23 104,7%
1961	26,4	21,6	28,8		
1962	–10,2	8,3	11,1	Łączna roczna stawka Standard & Poor's za okres 28¼ lat	8,4%
1963	23,3	15,1	20,1		
1964	16,5	17,1	22,8	Łączna roczna stawka WJS Limited Partners za okres 28¼ lat	16,1%
1965	13,1	26,8	35,7		
1966	–10,4	0,5	0,7	Łączna roczna stawka WJS Partnership za okres 28¼ lat	21,3%
1967	26,8	25,8	34,4		
1968	10,6	26,6	35,5	W swej historii WJS Partnership posiadał ponad 800 akcji i w większości przypadków przynajmniej 100 pozycji. Zarządzany bieżący kapitał w przybliżeniu 45 mln dolarów. Różnica między zyskami Partnership a zyskami Limited Partners zależna jest od przydzielonych lokat do zarządzania.	
1969	–7,5	–9,0	–9,0		
1970	2,4	–8,2	–8,2		
1971	14,9	25,5	28,3		
1972	19,8	11,6	15,5		
1973	–14,8	–8,0	–8,0		
1974	–26,6	–6,2	–6,2		
1975	36,9	42,7	52,2		
1976	22,4	29,4	39,2		
1977	–8,6	25,8	34,4		
1978	7,0	36,6	48,8		
1979	17,6	29,8	39,7		
1980	32,1	23,3	31,1		
1981	6,7	18,4	24,5		
1982	20,2	24,1	32,1		
1983	22,8	38,4	51,2		
1984 pierwszy kwartał	2,3	0,8	1,1		

Tabela 2. Tweedy, Brown Inc.

Koniec okresu (30 września)	Dow Jones[a] (%)	S&P 500 (%)	TBK Overall (%)	TBK Limited Partners (%)
1968 (9 m-cy)	6,0	8,8	27,6	22,0
1969	–9,5	–6,2	12,7	10,0
1970	–2,5	–6,1	–1,3	–1,9
1971	20,7	20,4	20,9	16,1
1972	11,0	15,5	14,6	11,8
1973	2,9	1,0	8,3	7,5
1974	–31,8	–38,1	1,5	1,5
1975	36,9	37,8	28,8	22,0
1976	29,6	30,1	40,2	32,8
1977	–9,9	–4,0	23,4	18,7
1978	8,3	11,9	41,0	32,1
1979	7,9	12,7	25,5	20,5
1980	13,0	21,1	21,4	17,3
1981	–3,3	2,7	14,4	11,6
1982	12,5	10,1	10,2	8,2
1983	44,5	44,3	35,0	28,2
Suma dochodu				
15¾ roku	191,8%	238,5%	1661,2%	936,4%
Łączna roczna stawka Standard & Poor's za okres 15¾ roku				7,0%
Łączna roczna stawka TBK Limited Partners za okres 15¾ roku				16,0%
Łączna roczna stawka TBK Overall za okres 15¾ roku				20,0%

[a] Wypłacone dywidendy ze spółek wchodzących do Standard & Poor's 500 Composite Index i Dow Jones Industrial Average.

niektórych faktów, które tutaj omawiam, i okazało się, że znów leży na plaży. Tylko że teraz to jego własna plaża!).

W 1968 roku, Tom Knapp i Ed Andersen, również uczeń Grahama, wraz z kolegami, założyli Tweedy, Browne Partners. Wyniki ich inwestycji przedstawia Tabela 2. Spółka ta zyskała rekordowe osiągnięcia, dzięki bardzo szerokiemu różnicowaniu. Czasami kupowali pakiety kontrolne spółek, ale inwestycje tego typu nie różniły się od osiągnięć w zwykłych inwestycjach.

Tabela 3. opisuje trzeciego członka grupy, z której, w 1957 roku, powstała Buffett Partnership. Najlepszą rzeczą, jaką zrobił, było odejście w 1969 roku. W pewnym sensie, kontynuacją tej współpracy stała się spółka Berkshire Hathaway. Nie ma ani jednego wskaźnika, który mógłbym tu podać, jako odpowiedni miernik zarządzania inwestycjami w Berkshire. Myślę jednak, że w jakikolwiek sposób by tego nie przedstawić, wypadnie zadowalająco.

Tabela 4. ukazuje osiągnięcia Sequoia Fund, którą zarządzał Bill Ruane, człowiek, którego spotkałem w 1951 roku, w grupie prowadzonej przez Bena

Tabela 3. Buffett Partnership Ltd. (w %)

Rok	Ogólne wyniki według Dow	Wyniki Partnership	Wyniki Limited Partners
1957	–8,4	10,4	9,3
1958	38,5	40,9	32,2
1959	20,0	25,9	20,9
1960	–6,2	22,8	18,6
1961	22,4	45,9	35,9
1962	–7,6	13,9	11,9
1963	20,6	38,7	30,5
1964	18,7	27,8	22,3
1965	14,2	47,2	36,9
1966	–15,6	20,4	16,8
1967	19,0	35,9	28,4
1968	7,7	58,8	45,6
1969	–11,6	6,8	6,6
Na narastającej albo łącznej podstawie wyniki przedstawiają się:			
1957	–8,4	10,4	9,3
1957–1958	26,9	55,6	44,5
1957–1959	52,3	95,9	74,7
1957–1960	42,9	140,6	107,2
1957–1961	74,9	151,0	181,6
1957–1962	61,6	299,8	215,1
1957–1963	94,9	454,5	311,2
1957–1964	131,3	608,7	402,9
1957–1965	164,1	943,2	588,5
1957–1966	122,9	1156,0	704,2
1957–1967	165,3	1606,9	932,6
1957–1968	185,7	2610,6	1403,5
1957–1969	152,6	2794,9	1502,7
Łączna roczna stawka	7,4	29,5	23,8

Grahama. Po odejściu z Harvard Business School, trafił na Wall Street. Wtedy zdał sobie sprawę, że potrzebna jest mu prawdziwa edukacja w dziedzinie biznesu, wstąpił więc na kurs prowadzony przez Grahama w Columbia University, gdzie spotkaliśmy się. Wyniki, jakie osiągnął Bill w latach 1951–1970, obracając stosunkowo niewielkimi sumami, znacznie wykraczają ponad przeciętną. Kiedy rozwiązałem Buffett Partnership, zapytałem Billa, czy nie zechciałby stworzyć funduszu inwestycyjnego, który zaopiekowałby się wszystkimi naszymi kontrahentami. I tak powstała Sequoia Fund. Stworzył ją w bardzo trudnym okresie, właśnie wtedy, kiedy ja zwijałem żagle. Wkroczył prosto w dwupoziomowy rynek i natrafił na wszystkie utrudnienia, z jakimi

Tabela 4. Sequoia Fund Inc. (w %)

Rok	Roczne zmiany procentowe[a]	
	Sequoia Fund	S&P 500 Index[b]
1970 (od 15 lipca)	12,1	20,6
1971	13,5	14,3
1972	3,7	18,9
1973	–24,0	–14,8
1974	–15,7	–26,4
1975	60,5	37,2
1976	72,3	23,6
1977	19,9	–7,4
1978	23,9	6,4
1979	12,1	18,2
1980	12,6	32,3
1981	21,5	–5,0
1982	31,2	21,4
1983	27,3	22,4
1984 (pierwszy kwartał)	–1,6	–2,4
Cały okres	775,3%	270,0%
Łączny dochód roczny	17,2%	10,0%
Plus 1% opłaty za zarządzanie	1,0%	
Dochód brutto z inwestycji	18,2%	10,0%

[a] Wliczając dywidendy (i podział zysków kapitałowych funduszu Sequoia Fund) przeznaczonych na reinwestycję.
[b] Liczby te lekko różnią się od tych z S&P w Tabeli 1. z powodu różnicy obliczeń reinwestowanych dywidend.

musi się zmierzyć, nastawiony na wartość inwestor. Z przyjemnością zaznaczam, że moi kontrahenci nie tylko w zadziwiającej liczbie pozostali przy nim, ale również wnieśli pieniądze, co przyniosło wymierne rezultaty.

Nie jest to bynajmniej ocena dokonywana z perspektywy czasu. Bill był jedyną osobą, którą poleciłem swoim kontrahentom. Mówiłem wówczas, że jeśli przekroczy o cztery punkty w skali roku notowania indeksu Standard & Poor's, będzie to solidny wynik. Bill osiągnął znacznie więcej, obracając coraz to większymi sumami pieniędzy. Było to duże utrudnienie. Wielkość jest krępująca dla wydajności. Nie oznacza to, że nie można dać z siebie więcej, kiedy w grę wchodzą większe pieniądze, jednak kurczy się wówczas margines bezpieczeństwa. A jeśli kiedyś przyjdzie ci zainwestować dwa tryliony dolarów, które, jak się okaże, stanowią całość wartości rynkowej kapitału akcyjnego, nie myśl, że zdołasz wznieść się ponad przeciętną!

Powinienem dodać, że w notowaniach, jakie widziałem do tej pory, praktycznie nie zdarzyło się podwojenie takich portfeli. Są ludzie, którzy dokonują wyboru akcji w oparciu o rozbieżności między ceną a wartością,

ale swoje selekcje przeprowadzają bardzo różnie. Największe spółki, których akcjami obracał Walter, to takie pewniaki jak: Hudson Pulp & Paper, Jeddo Highland Coal i New York Trap Rock Company oraz wszystkie inne, jakie natychmiast przychodzą na myśl, nawet przypadkowemu czytelnikowi działów ekonomicznych. W przypadku Tweedy Browne, poziom selekcji bywał bardzo niski, jeżeli chodzi o rozpoznawanie nazw spółek. Z drugiej strony, Bill miał do czynienia z wielkimi kompaniami. Wzajemne pokrywanie się tych portfeli było naprawdę bardzo słabe. Notowania te nie kojarzą się z facetem, który obstawia rzut monetą, a 50 robi dokładnie to samo.

Tabela 5. zawiera wyniki jednego z moich przyjaciół, który jest absolwentem prawa na Harvardzie i założył wielką firmę prawniczą. Odwiedziłem go chyba w 1960 roku i powiedziałem, że prawo jest dobre jako hobby, ale stać go na więcej. Założył spółkę zupełnie inną od tej, którą prowadził Walter. Jego portfel skupiał się na bardzo niewielu akcjach i przez to notowania były bardziej chwiejne, jednak opierały się na tej samej metodzie „odejmowania od wartości". Był w stanie zaakceptować większą amplitudę wahań wydajności i okazał się facetem, który zmierzał ku koncentracji, czego dowodzą uzyskane wyniki. Nawiasem mówiąc, ich autorem jest Charlie Munger, współpracujący ze mną przez długi czas przy transakcjach przeprowadzanych w Berkshire Hathaway. Choć kiedy prowadził swoją spółkę, portfel powierzonych mu akcji zupełnie różnił się od mojego oraz od portfeli kolegów, o których wspomniałem wcześniej.

Tabela 6. ukazuje wyniki człowieka, który był kumplem Charliego Mungera – jeszcze jeden, który nie ukończył szkoły biznesu – i studiował matematykę w Columbia University. Po ukończeniu studiów podjął pracę w IBM i był tam krótko sprzedawcą. Nazywa się Rick Guerin. Od roku 1965 do roku 1983 Rick, na tle łącznego zysku w wysokości 316% notowanego przez indeks S&P, osiągnął 22,200%, co prawdopodobnie, wskutek braku wykształcenia ekonomicznego, uważa za znaczące.

Na marginesie – jest dla mnie niezwykłe, że idea kupowania akcji wartych dolara albo natychmiast chwyta, albo w ogóle się nie przyjmuje. Jak ze szczepionką. Jeżeli ktoś nie da się porwać od razu, możesz przekonywać go latami, pokazywać mu notowania – i tak nic z tego nie będzie. Ludzie zdają się nie pojmować tej idei w całej jej prostocie. Natomiast ktoś taki jak Rick Guerin, który nie ma przecież formalnego wykształcenia, pojmuje takie podejście do inwestowania od razu i stosuje je pięć minut później. Nie spotkałem nikogo, kto dałby się do tej metody przekonać stopniowo, nawet przez 10 lat. Nie jest to też kwestia ilorazu inteligencji, czy przygotowania akademickiego. To po prostu kwestia błyskawicznej decyzji.

Tabela 5. Charles Munger (w %)

Rok	Mass. Inv. Trust	Akcje inwestorów	Lehman	Tri-Cont.	Dow	Overall Partnership	Limited Partner
Wyniki roczne (1)							
1962	–9,8	–13,4	–14,4	–12,2	–7,6	30,1	20,1
1963	20,0	16,5	23,8	20,3	20,6	71,7	47,8
1964	15,9	14,3	13,6	13,3	18,7	49,7	33,1
1965	10,2	9,8	19,0	10,7	14,2	8,4	6,0
1966	–7,7	–9,9	–2,6	–6,9	–15,7	12,4	8,3
1967	20,0	22,8	28,0	25,4	19,0	56,2	37,5
1968	10,3	8,1	6,7	6,8	7,7	40,4	27,0
1969	–4,8	–7,9	–1,9	0,1	–11,6	28,3	21,3
1970	0,6	–4,1	–7,2	–1,0	8,7	–0,1	–0,1
1971	9,0	16,8	26,6	22,4	9,8	25,4	20,6
1972	11,0	15,2	23,7	21,4	18,2	8,3	7,3
1973	–12,5	–17,6	–14,3	–21,3	–23,1	–31,9	–31,9
1974	–25,5	–25,6	–30,3	–27,6	–13,1	–31,5	–31,5
1975	32,9	33,3	30,8	35,4	44,4	73,2	73,2
Łączny wynik (2)							
1962	–9,8	–13,4	–14,4	–12,2	–7,6	30,1	20,1
1962–1963	8,2	0,9	6,0	5,6	11,5	123,4	77,5
1962–1964	25,4	15,3	20,4	19,6	32,4	234,4	136,3
1962–1965	38,2	26,6	43,3	32,4	51,2	262,5	150,5
1962–1966	27,5	14,1	39,5	23,2	27,5	307,5	171,3
1962–1967	53,0	40,1	78,5	54,5	51,8	536,5	273,0
1962–1968	68,8	51,4	90,5	65,0	63,5	793,6	373,7
1962–1969	60,7	39,4	86,9	65,2	44,5	1046,5	474,6
1962–1970	61,7	33,7	73,4	63,5	57,1	1045,4	474,0
1962–1971	76,3	56,2	119,5	100,1	72,5	1336,3	592,2
1962–1972	95,7	79,9	171,5	142,9	103,9	1455,5	642,7
1962–1973	71,2	48,2	132,7	91,2	77,2	959,3	405,8
1962–1974	27,5	40,3	62,2	38,4	36,3	625,6	246,5
1962–1975	69,4	47,0	112,2	87,4	96,8	1156,7	500,1
Średnia łączna stawka roczna	3,8	2,8	5,5	4,6	5,0	19,8	13,7

Tabela 7. przedstawia wyniki, jakie osiągnął Stan Perlmeter. Stan studiował nauki humanistyczne w University of Michigan i był wspólnikiem pewnej agencji reklamowej o nazwie Bozell & Jacobs. Zdarzyło nam się pracować w tym samym budynku w Omaha. W 1965 roku uznał, że moje zajęcie jest lepsze niż jego, i porzucił reklamę. I znów, wystarczyło pięć minut, by Stan został zwolennikiem naszej metody.

Tabela 6. Pacific Partners Ltd. (w %)

Rok	S&P 500 Index	Wyniki Limited Partnership	Wyniki Overall Partnership
1965	12,4	21,2	32,0
1966	–10,1	24,5	36,7
1967	23,9	120,1	180,1
1968	11,0	114,6	171,9
1969	–8,4	64,7	97,1
1970	3,9	–7,2	–7,2
1971	14,6	10,9	16,4
1972	18,9	12,8	17,1
1973	–14,8	–42,1	–42,1
1974	–26,4	–34,4	–34,4
1975	37,2	23,4	31,2
1976	23,6	127,8	127,8
1977	–7,4	20,3	27,1
1978	6,4	28,4	37,9
1979	18,2	36,1	48,2
1980	32,3	18,1	24,1
1981	–5,0	6,0	8,0
1982	21,4	24,0	32,0
1983	22,4	18,6	24,8
Standard & Poor's – łączny dochód za okres 19 lat			316,4
Limited Partners – łączny dochód za okres 19 lat			5 530,2
Overall Partnership – łączny dochód za okres 19 lat			22 200,0
Standard & Poor's – łączna stawka za okres 19 lat			7,8
Limited Partners – łączna stawka za okres 19 lat			23,6
Overall Partnership – łączna stawka za okres 19 lat			32,9

Perlmeter nie miał tego, co Walter Schloss, ani tego, co Bill Ruane. Ilekroć Perlmeter kupuje akcje, czyni to dlatego, że może dostać więcej, niż zainwestuje. I to jest jedyne, o czym myśli. Nie patrzy na kwartalne prognozy dochodów, nie patrzy na to, jakie dochody przewidywane są na przyszły rok, nie myśli o tym, jaki jest dzień tygodnia, nie zważa na to, co mówią badania inwestycyjne, nie interesuje go rozpęd ceny, wielkość czy cokolwiek. Po prostu pyta: „Ile warta jest spółka?".

Tabele 8. i 9. zawierają osiągnięcia dwóch funduszy emerytalnych, w których prace byłem zaangażowany. Nie są wybrane z dziesiątków funduszy emerytalnych, z jakimi miałem do czynienia; to tylko dwa, na których działalność wywierałem wpływ. W obu przypadkach, kierowałem je w stronę zarządzania nastawionego na wartość. Bardzo niewiele funduszy emerytalnych jest zarządzanych w ten sposób. Tabela 8. dotyczy Washington Post Company's Pension Fund. Parę lat temu byli oni związani z dużym bankiem

Tabela 7. Perimeter Investments

Rok	PIL Overall (%)	Limited Partner (%)
01.08.–31.12.1965	40,6	32,5
1966	6,4	5,1
1967	73,5	58,8
1968	65,0	52,0
1969	–13,8	–13,8
1970	–6,0	–6,0
1971	55,7	49,3
1972	23,6	18,9
1973	–28,1	–28,1
1974	–12,0	–12,0
1975	38,5	38,5
01.01.1976–31.10.1976	38,2	34,5
01.11.1976–31.10.1977	30,3	25,5
01.11.1977–31.10.1978	31,8	26,6
01.11.1978–31.10.1979	34,7	28,9
01.11.1979–31.10.1980	41,8	34,7
01.11.1980–31.10.1981	4,0	3,3
01.11.1981–31.10.1982	29,8	25,4
01.11.1982–31.10.1983	22,2	18,4

Całkowity zysk z udziałów Partnership 01.08.1965–31.10.1983	4277,2%
Całkowity zysk z udziałów Limited Partners 01.08.1965–31.10.1983	2309,5%
Łączna roczna stawka zysków – Overall Partnership	23,0%
Łączna roczna stawka zysków Limited Partners	19,0%
DJIA 31.07.1965 (w przybliżeniu)	882
DJIA 31.10.1983 (w przybliżeniu)	1225
Przybliżona łączna stawka zysków DJIA włącznie z dywidendami	7%

i sugerowałem im, że byłoby dobrze wybrać takich menedżerów, którzy są ukierunkowani na wartość.

Jak łatwo zauważyć, od momentu dokonania tej zmiany, fundusz ten miał najwyższą stopę procentową. Zarząd funduszu nakazał menedżerom ulokować co najmniej 25% kapitału w obligacjach, które niekoniecznie musiały być przez nich wybierane. Załączyłem wyniki dotyczące obligacji, żeby pokazać, że grupa ta nie charakteryzowała się specjalną biegłością w tej materii. Nawet przy szaleńczym pomyśle lokowania 25% kapitału w czymś, co nie jest ich specjalnością, osiągnęli oni najwyższą stopę procentową wśród funduszy inwestycyjnych. Przykład Washington Post nie obejmuje zbyt długiego okresu, ale przedstawia wiele decyzji inwestycyjnych, podjętych przez trzech menedżerów, o których wcześniej nie wspominałem.

Tabela 9. zawiera wyniki funduszu FMC Corporation. Osobiście nie zarządzałem u nich nawet groszem, ale w 1974 roku nakłoniłem ich do wyboru menedżerów nastawionych na wartość. Wcześniej wybierali podobnie, jak czyni to większość dużych spółek. Obecnie, w rankingu Beckera, poświęconym funduszom emerytalnym, zajmują pierwsze miejsce, jeżeli chodzi o wielkość w okresie poprzedzającym „konwersję" na naszą metodę

Tabela 8. The Washington Post Company, Master Trust, 31 grudnia 1983 roku

	Bieżący kwartał		Na koniec roku		Okres 2 lat[a]		Okres 3 lat[a]		Okres 5 lat[a]	
	% zysku	ranga	% zysku	ranga	% zysku	ranga	% zysku	ranga	% zysku	ranga
Wszystkie inwestycje										
Menedżer A	4,1	2	22,5	10	20,6	40	18,0	10	20,2	3
Menedżer B	3,2	4	34,1	1	33,0	1	28,2	1	22,6	1
Menedżer C	5,4	1	22,2	11	28,4	3	24,5	1	–	–
Wszyscy menedżerowie (Master Trust)	3,9	1	28,1	1	28,2	1	24,3	1	21,8	1
Akcje zwykłe										
Menedżer A	5,2	1	32,1	9	26,1	27	21,2	11	26,5	7
Menedżer B	3,6	5	52,9	1	46,2	1	37,8	1	29,3	3
Menedżer C	6,2	1	29,3	14	30,8	10	29,3	3	–	–
Wszyscy menedżerowie (Master Trust)	4,7	1	41,2	1	37,0	1	30,4	1	27,6	1
Obligacje										
Menedżer A	2,7	8	17,0	1	26,6	1	19,0	1	12,2	2
Menedżer B	1,6	46	7,6	48	18,3	53	12,7	84	7,4	86
Menedżer C	3,2	4	10,4	9	24,0	3	18,9	1	–	–
Wszyscy menedżerowie (Master Trust)	2,2	11	9,7	14	21,1	14	15,2	24	9,3	30
Obligacje i ekwiwalenty pieniężne										
Menedżer A	2,5	15	12,0	5	16,1	64	15,5	21	12,9	9
Menedżer B	2,1	28	9,2	29	17,1	47	14,7	41	10,8	44
Menedżer C	3,1	6	10,2	17	22,0	2	21,6	1	–	–
Wszyscy menedżerowie (Master Trust)	2,4	14	10,2	17	17,8	20	16,2	2	12,5	9

[a] W skali roku.
Ranga oznacza wydajność funduszu w porównaniu z A. C. Becker.
Ranga jest ustalona w procentach: 1 = najlepsza wydajność, 100 = najgorsza.

ukierunkowaną na wartość. W zeszłym roku zatrudniali ośmiu menadżerów zajmujących się akcjami, którzy pracowali przeszło rok. Siedmiu z nich miało w sumie lepsze wyniki, niż notowania indeksu S&P. Zeszłoroczne wyniki wszystkich ośmiu, również były lepsze od S&P. Różnica netto, między średnią wydajnością, a prawdziwą wydajnością funduszu FMC za ten okres, wyniosła 243 mln dolarów. FMC przypisuje to określonym kryteriom, jakimi kierował się przy wyborze menedżerów. Niekoniecznie są oni tacy, jakich wybrałbym, ale wszyscy opierają się na selekcji akcji w oparciu o wartość spółki.

Przedstawiam zatem dziewięć zestawień wyników, jakie osiągnęli „specjaliści od obstawiania rzutu monetą", pochodzący z Graham-and-Doddsville. Nie wybierałem tych zestawień *post factum*, spośród tysiąca innych. To

Tabela 9. FMC Corporation Pension Fund, roczny wskaźnik dochodu (w %)

Koniec okresu	1 rok	2 lata	3 lata	4 lata	5 lat	6 lat	7 lat	8 lat	9 lat
FMC (połączone obligacje i akcje zwykłe)									
1983	23,0								*17,1
1982	22,8	13,6	16,0	16,6	15,5	12,3	13,9	16,3	
1981	5,4	13,0	15,3	13,8	10,5	12,6	15,4		
1980	21,0	19,7	16,8	11,7	14,0	17,3			
1979	18,4	14,7	8,7	12,3	16,5				
1978	11,2	4,2	10,4	16,1					
1977	–2,3	9,8	17,8						
1976	23,8	29,3							
1975	35,0	*18,5 tylko z akcji zwykłych							
Średnia wielkiego planu Beckera									
1983	15,6								12,6
1982	21,4	11,2	13,9	13,9	12,5	9,7	10,9	12,3	
1981	1,2	10,8	11,9	10,3	7,7	8,9	10,9		
1980	20,9	n.d.	n.d.	n.d.	10,8	n.d.			
1979	13,7	n.d.	n.d.	n.d.	11,1				
1978	6,5	n.d.	n.d.	n.d.					
1977	–3,3	n.d.	n.d.						
1976	17,0	n.d.							
1975	24,1								
S&P 500									
1983	22,8								15,6
1982	21,5	7,3	15,1	16,0	14,0	10,2	12,0	14,9	
1981	–5,0	12,0	14,2	12,2	8,1	10,5	14,0		
1980	32,5	25,3	18,7	11,7	14,0	17,5			
1979	18,6	12,4	5,5	9,8	14,8				
1978	6,6	–0,8	6,8	13,7					
1977	7,7	6,9	16,1						
1976	23,7	30,3							
1975	37,2								

nie tak, że prezentuję wam nazwiska grupki zwycięskich graczy na loterii – ludzi, o których nigdy wcześniej nie słyszałem, zanim nie przytrafiła im się wygrana. Wybrałem ich już przed laty, w oparciu o ich sposób podejmowania decyzji inwestycyjnych. Wiedziałem, że odebrali stosowne wykształcenie, a prócz tego poznałem trochę ich inteligencję, charakter i temperament. Ważne jest, by zrozumieć, że grupa ta, przyjęła znacznie niższy od przeciętnego, poziom ryzyka; wystarczy zobaczyć ich wyniki w latach, kiedy rynek był słaby. O ile inwestorzy ci, znacznie różnili się pod względem stylu, to działali w jednym duchu, *kupując przedsiębiorstwa a nie ich akcje.* Niektórzy z nich, czasem rzeczywiście nabywali całe firmy. O wiele częściej jednak kupowali po prostu małe cząstki tych firm. Ich nastawienie, niezależnie od tego, czy transakcja dotyczyła całej spółki, czy tylko małej jej części, było zawsze takie samo. Niektórzy utrzymywali portfele złożone z dziesiątek akcji, inni skupiali się na garstce. Ale wszyscy wykorzystywali różnicę między ceną akcji a integralną wartością przedsiębiorstwa.

Pod wieloma względami rynek jest nieudolny. Inwestorzy z Graham-and-Doddsville skutecznie wykorzystali przestrzeń między ceną i wartością. Kiedy na cenę akcji może wywierać wpływ „tłum" z Wall Street, kiedy może ją ustalać osoba ulegająca emocjom, ktoś bardzo zachłanny, lub skrajnie przygnębiony – trudno obronić tezę, że rynek zawsze dyktuje ceny racjonalnie. W rzeczywistości, ceny rynkowe często są bezsensowne.

Chciałbym podkreślić jedną ważną rzecz na temat ryzyka i zysku. Czasami ryzyko i zysk łączą się ze sobą w pozytywny sposób. Gdyby ktoś powiedział mi: „Mam tu sześciostrzałowy rewolwer i załadowałem do niego jeden nabój. A może zakręcisz bębenkiem, przystawisz sobie lufę do głowy i raz pociągniesz za spust? Jeżeli przeżyjesz, dam ci milion dolarów" – odmówiłbym, stwierdzając, że milion nie wystarczy. Mógłby mi zatem zaoferować 5 mln za to, że pociągnę spust dwa razy – i to byłaby pozytywna współzależność ryzyka i zysku!

Na odwrotnych zasadach działa inwestowanie w oparciu o wartość. Jeśli kupujesz po 60 centów papiery wartościowe o wartości dolara każdy, jest to bardziej ryzykowne, niż gdybyś kupował je po 40 centów, ale spodziewany zysk jest większy, niż w tym drugim przypadku. Im większa jest potencjalna korzyść z portfela, w którym akcje zostały dobrane na zasadzie wartości, tym mniejsze ryzyko.

Prosty przykład: w 1973 roku sprzedaż rynkowa The Washington Post Company wyniosła 80 mln dolarów. W owym czasie można było sprzedać kapitał tej spółki któremukolwiek z 10 nabywców za nie mniej, niż 400 mln dolarów, a może nieco więcej. Spółka była właścicielem *Posta, Newsweeka* oraz kilku stacji telewizyjnych. Ten sam majątek jest teraz wart 2 mld dolarów, zatem ktoś, kto byłby skłonny kupić go za 400 mln, nie byłby wcale szaleńcem.

A teraz, gdyby ceny akcji spadły jeszcze bardziej, do poziomu, który prowadziłby do wyceny 40 mln, zamiast 80 mln, współczynnik beta mógłby być większy. U ludzi, którzy uważają beta za ryzykowny, niższa cena mogłaby jeszcze spotęgować to ryzyko. Jak Alicja w Krainie Czarów. Nigdy nie byłem w stanie sobie wyobrazić, dlaczego bardziej ryzykowny jest zakup majątku wartego 400 mln za 40 mln, niż za 80 mln. I faktycznie, jeżeli kupisz grupę takich akcji, i jeżeli wiesz w ogóle cokolwiek o wycenianiu spółki, nie

ma żadnego ryzyka w nabyciu kapitału wartego 400 mln za 80 mln, zwłaszcza, jeżeli robisz to, kupując 10 czterdziestomilionowych pakietów po 8 mln każdy. A dopóki nie położysz ręki na tych 400 mln, musisz mieć pewność, że współpracujesz z uczciwymi i znającymi się na rzeczy ludźmi.

Musisz mieć również wiedzę, która pozwoli ci dokonać bardzo ogólnej wyceny, dotyczącej wartości danego przedsiębiorstwa. Nie możesz jednak, brać pod uwagę przypadków, w których różnica między wartością, a ceną jest stosunkowo niewielka. Oto co Ben Graham miał na myśli, mówiąc o marginesie bezpieczeństwa. Nie sprawdzaj i nie kupuj za 80 mln dolarów spółek wartych 83 mln. Zostaw sobie wielką rezerwę. Kiedy buduje się most, zakłada się, że ma on udźwignąć 30 000 funtów, ale jeżdżą po nim ciężarówki ważące tylko 10 000 funtów. I te same zasady dotyczą inwestycji.

Podsumowując, ci z was, którzy myślą o konkurencji, zastanawiają się pewnie, po co piszę ten artykuł. Przecież zwiększenie liczby przekonanych do metody opartej na wartości, siłą rzeczy zmniejszy odległość między ceną a wartością. Mogę tylko powiedzieć, że podejście to nie jest tajemnicą już od 50 lat, kiedy to Ben Graham i Dave Dodd napisali *Security Analysis*, a przecież nie zauważyłem mody na ten sposób inwestowania, odkąd przez 35 lat sam go praktykuję. Zdaje się tu działać przewrotna cecha ludzkiego charakteru, która każe utrudniać rzeczy proste. Świat akademicki, nawet jeśli kiedyś to robił, na przestrzeni ostatnich 30 lat odżegnał się od nauczania inwestowania w oparciu o wartość. I prawdopodobnie tak pozostanie. Statki będą pływać wokół globu, lecz Stowarzyszenie Płaskiej Ziemi i tak będzie kwitnąć. Rozbieżności między ceną a wartością nie znikną z rynku. Ci, którzy przeczytali dzieło Grahama i Dodda, będą dobrze prosperować.

2. Istotne zasady dotyczące opodatkowania dochodów z inwestycji oraz transakcji giełdowych (z roku 1972)

Nota wydawcy: W związku z poważnymi zmianami reguł rządzących takimi transakcjami, niniejszy dokument ma tutaj jedynie wartość historyczną. Wszystkie zawarte w tym tekście informacje były prawidłowe, kiedy Graham opracował go w 1972 roku. Niemniej jednak, przemiany jakie nastąpiły, sprawiły, że dokument ten jest bezużyteczny z punktu widzenia dzisiejszych potrzeb. Oryginalny Dodatek 2. autorstwa Grahama, jest poprawioną i zaktualizowaną wersją tekstu *The Basics of Investment Taxation* (Podstawy opodatkowania inwestycji), który pozwala czytelnikowi być na bieżąco z odpowiednimi zasadami.

Zasada 1. – odsetki i dywidendy

Odsetki dywidendy są opodatkowane, jak zwyczajny dochód, oprócz: dochodów osiągniętych z obligacji emitowanych przez Skarb Państwa, miasta i podobnych, które są wolne od podatku federalnego, ale podlegają podatkowi państwowemu; dywidendy stanowiącej zysk z kapitału; pewnych dywidend wypłacanych przez spółki inwestycyjne (patrz poniżej); pierwszych 100 dolarów dywidend zwykłej krajowej korporacji.

Zasada 2. – zyski i straty kapitałowe

Zyski i straty z tytułu odsetek krótkoterminowych, włączane są do istniejących strat bądź zysków netto. Jeśli zysk z tytułu oprocentowania krótkoterminowego, przekracza stratę kapitału krótkoterminowego, 100% tej nadwyżki powinno być włączone do dochodu. Maksymalna stawka opodatkowania wynosi tu 25% do 50 000 dolarów takiego zysku i 35% powyżej tej kwoty.

Straty z tytułu odsetek netto (kwota przekraczająca zysk), można odjąć od zwykłego dochodu w kwocie nie większej niż 1000 dolarów w ciągu bieżącego roku, oraz podczas pięciu następnych lat. Ewentualnie, niewykorzystaną stratę, można w dowolnym czasie zastosować do zrównoważenia zysku z odsetek (przeniesienia odliczeń strat, poniesionych przed 1970 rokiem, były traktowane bardziej liberalnie niż te późniejsze).

Nota dotycząca „normowanych spółek inwestycyjnych"

Większość funduszy inwestycyjnych („spółek inwestycyjnych") zrobiła użytek ze specjalnych przepisów prawa podatkowego, które uprawniały je do opodatkowania identycznego, jak w przypadku spółek cywilnych. Dlatego, jeśli osiągały one długoterminowe zyski z papierów wartościowych, mogły rozprowadzić je jako „dywidendy kapitałowe", które były zgłaszane przez ich udziałowców do opodatkowania w ten sam sposób, co zyski długoterminowe. Podlegały niższej stawce opodatkowania niż zwyczajne dywidendy. Ewentualnie, spółka taka, mogła poddać głosowaniu płacenie podatku 25% za swych akcjonariuszy, a wobec tego, zachować saldo zysków z odsetek, nie rozprowadzając ich w formie dywidend.

3. Podstawy opodatkowania inwestycji (aktualizowane według stanu na rok 2003)

Odsetki i dywidendy

Odsetki i dywidendy są opodatkowane według zwykłej stawki dla podatku dochodowego, oprócz: odsetek otrzymanych z obligacji miejskich, które są wolne od federalnego podatku dochodowego, ale mogą podlegać podatkowi państwowemu; dywidend, odpowiadających zyskom z odsetek; przydziałów zysków z oprocentowania długoterminowego, wypłacanych przez fundusze inwestycyjne (zobacz poniżej). Obligacje miejskie, emitowane w związku z prywatną działalnością, nawet w obrębie funduszu wzajemnego, mogą podlegać innemu, minimalnemu podatkowi federalnego.

Zyski i straty kapitałowe

Krótkoterminowe zyski i straty kapitałowe, włączane są do istniejących strat bądź zysków kapitałowych netto. Długoterminowe zyski i straty kapitałowe, zaliczają się do czynników wpływających na długoterminowe zyski i straty kapitałowe netto. Jeśli twój krótkoterminowy zysk kapitałowy netto przekracza długoterminową stratę kapitałową netto, nadwyżka ta jest traktowana jako zwykły zysk. Do długoterminowych zysków kapitałowych netto, ma zastosowanie korzystna stawka opodatkowania, wynosząca ogólnie 20%, która spada do 18%, w przypadku lokat nabytych po 31 grudnia 2000 roku, i zachowanych przez ponad pięć lat.

Stratę kapitałową netto można odjąć od zwykłego dochodu, do kwoty 3000 dolarów w roku bieżącym. Wszystkie straty kapitałowe, przekraczające 3000 dolarów, mogą zostać wykorzystane w kolejnym roku podatkowym dla zrównoważenia przyszłych zysków kapitałowych.

Fundusze inwestycyjne (wzajemne)

Jako „normowane spółki inwestycyjne", niemal wszystkie fundusze wzajemne wykorzystują specjalne przepisy prawa podatkowego, które zwalniają je od podatku dochodowego dla podmiotów gospodarczych. Po sprzedaniu lokat długoterminowych, fundusze inwestycyjne mogą generować zysk w charakterze „dywidend kapitałowych", które ich udziałowcy traktują jako zyski długoterminowe. Podlegają one niższej stawce opodatkowania (ogólnie 20%), niż zwykłe dywidendy (do 39%). Generalnie, należy unikać nowych inwestycji na większą skalę, podczas czwartego kwartału każdego roku, kiedy takie przydziały zysków kapitałowych są normalnie rozdzielane, w przeciwnym razie, można zostać obciążonym podatkiem za zyski, osiągnięte przez fundusz jeszcze przed jego zakupem.

4. Nowe spekulacje dotyczące akcji zwykłych[1]

To, co teraz przedstawię, odzwierciedla wydatki, poniesione na przestrzeni wielu lat na Wall Street, którym towarzyszyły różnorakie doświadczenia. Należą do nich, powtarzające się w przeszłości, nowe warunki, czy też nowa atmosfera, która podnosi wartość samego doświadczenia. To prawda, że jednym z elementów, wyróżniających ekonomię, finanse i analizę giełdową spośród innych dyscyplin praktycznych, jest niezwykła wiarygodność przeszłych zjawisk, stanowiących wskazówki dla teraźniejszości i przyszłości. Nie mamy prawa odrzucać nauki, jaka płynie z przeszłości, dopóki jej nie poznamy i nie zrozumiemy. W moim dzisiejszym wykładzie, dążę do pokazania pewnych kontrastów, między teraźniejszością a przeszłością, w podejściu do inwestowania i spekulacji, dotyczących akcji zwykłych.

Pozwolę sobie zacząć od podsumowania mojej tezy. W przeszłości elementy spekulacji akcjami zwykłymi, występowały niemal wyłącznie w samej spółce. Były to czynniki niepewne, czy też ulegające wahaniom lub widoczne słabości branży, bądź indywidualne warunki panujące w przedsiębiorstwie. Owe elementy spekulacji istnieją nadal, można jednak powiedzieć, że ich liczba została mądrze zmniejszona przez długoterminowe przedsięwzięcia, o których jeszcze powiem. Jednakże, w ramach odwetu, na arenę akcji zwykłych wkroczył z *zewnątrz* nowy, i bardzo poważny, element spekulacji. Wynika on z nastawienia i punktu widzenia kupującej akcje publiczności oraz jej doradców – w dużej mierze analityków giełdowych. Nastawienie to można streścić zdaniem: główny nacisk położony na przyszłość.

Nic nie będzie się im wydawać bardziej logicznie i naturalne, niż wycena akcji zwykłych, przede wszystkim w oparciu o przewidywaną wydajność spółki. A przecież, to na pozór proste założenie, niesie wiele paradoksów i pułapek. Po pierwsze, zaciera sporo starych, wyraźnie ustalonych różnic między inwestowaniem a spekulacją. Według słownika wyraz „spekulować" wywodzi się od łacińskiego „specula", czyli wypatrywanie. Stąd też „speculator" to ktoś, kto wypatrywał i dostrzegał przyszłe możliwości, zanim zrobili to inni. Dzisiaj jednak, jeżeli inwestor jest bystry albo ma dobrych doradców, również musi spoglądać w przyszłość lub przyłączyć się do wspólnego wypatrywania, i w ten sposób obraca się wśród spekulantów.

Po drugie, okazuje się, że w znacznej mierze, spółki, o najlepszych warunkach inwestycyjnych – to znaczy o najlepszej wiarygodności kredytowej – wywołują prawdopodobnie największe zainteresowanie spekulacyjne, w związku ze swoimi akcjami zwykłymi. Każdy zakłada bowiem, że gwarantują one wspaniałą przyszłość. Po trzecie, koncepcja dobrych perspektyw, a szczególnie nieprzerwanego wzrostu, wymaga zastosowania formuł wyższej matematyki, służących do ustalenia aktualnej wartości wybranych emisji papierów wartościowych. Kombinacja precyzyjnych formuł, przy bardzo niedokładnych założeniach, może zostać użyta do ustalenia, a raczej do oszacowania, praktycznie każdej wartości, naprawdę wyjątkowych akcji, jakkolwiek nie byłaby wysoka. Paradoksem jest jednak, że garść informacji, poddana dokładnej analizie, będzie dawać do zrozumienia, iż nie samą wartość, czy wąski zakres wartości, da się ustalić i utrzymać w przypadku danej spółki o rosnących notowaniach. Dlatego rynek, może czasem wyceniać elementy wzrostu, na uderzająco *niskim* poziomie.

Wracając do mojego rozróżnienia, między starszymi i nowszymi elementami spekulacji, dotyczącymi akcji zwykłych, można by określić je za pomocą dwóch obco brzmiących, lecz bardzo tu odpowiednich, słów: endogeniczne i egzogeniczne. Pokrótce scharakteryzuję starsze, spekulatywne akcje zwykłe, dla odróżnienia od akcji inwestycyjnych, w oparciu o niektóre dane z działalności spółek American Can i Pennsylvania Railroad w latach 1911–1913 (pojawiają się one w: Benjamin Graham, David L. Dodd, *Security Analysis*, McGraw-Hill 1940, str. 2–3).

W ciągu tych trzech lat, poziom ceny akcji „Pennsy", wahał się jedynie między 53 a 65 dolarów, czyli był wyższy od 12,2 do 15 razy od średniego dochodu w tym okresie. Spółka osiągała stabilne zyski i wypłacała rzetelne dywidendy w kwocie 3 dolarów, a inwestorzy mieli pewność, że stoją za tym aktywa materialne, wynoszące dobrze ponad 50 dolarów w przeliczeniu na akcję. Dla kontrastu, cena akcji American Can, wahała się między 9 a 47 dolarów, jej dochody wynosiły od 7 centów do 8,86 dolara, stosunek ceny do średniej dochodów z trzech lat wynosił od 1,9 do 10 razy, spółka zaś w ogóle nie wypłacała dywidend. Rozsądni inwestorzy mieli świadomość, że wynosząca 100 dolarów wartość nominalna akcji zwykłych, nie jest wiarygodna, ponieważ cena akcji uprzywilejowanych przekroczyła odpowiadający im wskaźnik środków trwałych. Akcje American Can Company, miały typowo spekulacyjny charakter, bo spółka była spekulatywnie kapitalizowanym przedsiębiorstwem, należącym do chwiejnej i niepewnej branży. W rzeczywistości, American Can, miała przed sobą o wiele bardziej świetlaną przyszłość, niż Pennsylvania Railroad, ale inwestorzy i spekulanci

w tamtych czasach nie spodziewali się tego. A gdyby nawet, prawdopodobnie zostałoby to pominięte przez inwestorów, jako całkowicie nie związane z polityką i założeniami inwestycyjnymi w latach 1911– 1913.

Teraz, aby naświetlić, jak z biegiem czasu rozwijało się znaczenie długoterminowych perspektyw dla inwestycji, powinienem użyć jako przykładu naszego najbardziej spektakularnego, gigantycznego przedsiębiorstwa przemysłowego. Mowa oczywiście o spółce International Business Machines – w zeszłym roku znalazła się ona w niewielkiej grupie firm, których sprzedaż wyniosła bilion dolarów. Chciałbym teraz zamieścić tu kilka faktów z mojej autobiografii, aby tchnąć nieco osobistego ducha w coś, co w przeciwnym razie pozostałoby przechadzką wśród szeregu suchych liczb. W 1912 roku, porzuciłem na pewien czas uczelnię, aby przystąpić do projektu badawczego dla U.S. Express Company. Postanowiliśmy znaleźć dochody w proponowanym nam, rewolucyjnie nowym systemie przetwarzania danych. W tym celu użyliśmy tak zwanych maszyn Holleritha, udostępnionych przez ówczesną Computing-Tabulating-Recording Company. Składały się one z kart perforowanych, urządzeń sortujących i tabulatorów – narzędzi prawie wtedy nieznanych biznesmenom i znajdujących zastosowanie przede wszystkim przy spisach ludności. Wkroczyłem na Wall Street w 1914 roku, a rok później obligacje i akcje zwykłe C.-T.-R. Company były notowane na NYSE. No cóż, zaangażowałem się emocjonalnie w to przedsięwzięcie, a oprócz tego uważałem się za technologicznego znawcę jej produktów, będąc jednym z nielicznych ludzi z branży finansowej, którzy je widzieli i z nich korzystali. Tak więc, na początku 1916 roku, udałem się do dyrektora mojej firmy, niejakiego pana A.N., i oznajmiłem mu, że akcje C.-T.-R. sprzedają się ze współczynnikiem dopuszczalności wynoszącym powyżej 40% (dla 105 000 akcji), że w 1915 roku zyskały 6,50 dolara, że ich wartość księgowa – włączając dla pewności pewne nieuporządkowane wartości niematerialne – wynosi 130 dolarów na akcję, że spółka zaczęła wypłacać dywidendy w kwocie 3 dolarów, i że mam raczej dobre zdanie o jej produktach i perspektywach rozwoju. Pan A.N. popatrzył na mnie z politowaniem. „Ben" – powiedział – „nie wspominaj mi więcej o tej spółce. Nie tknąłbym jej nawet trzymetrowym kijem (jego ulubione powiedzonko). Współczynnik dopuszczalności przy sprzedaży jej sześcioprocentowych dywidend zaledwie przekracza 80%. Co więc dobrego może być w jej akcjach? Każdy wie, że nie ma w nich nic poza wodą". (Słowniczek: W tamtych czasach było to najgorsze potępienie. Oznaczało, że wysokość kapitału podana w zestawieniu bilansowym jest fikcyjna. Wiele spółek przemysłowych – szczególnie U.S. Steel – pomimo jej wartości nominalnej wynoszącej 100 dolarów, nie przedstawiało sobą nic poza „wo-

dą", co skrywały dane umieszczone w sprawozdaniu. Ponieważ nie stało za nimi „nic", z wyjątkiem zdolności zarobkowej i widokami na przyszłość, żaden szanujący się inwestor nie pomyślałby o nich dwa razy.)

Tak utemperowany powróciłem do warsztatu pracy statystyka. Pan A.N. był nie tylko doświadczony i skuteczny, ale również niezwykle błyskotliwy. Tak bardzo byłem pod wrażeniem klątwy, którą obłożył Computing-Tabulating-Recording, że nigdy w życiu nie kupiłem akcji tej spółki, również po tym, jak w 1926 roku zmieniła nazwę na International Business Machines.

A teraz, przypatrzmy się tej samej spółce pod nową nazwą, zmienioną w roku bardzo wysokich notowań na rynku giełdowym. W owym czasie spółka ta, jako pierwsza, ujęła w swym zestawieniu bilansowym pozycję poświęconą renomie, na dość sporą sumę 13,6 mln dolarów. Pan A.N. miał rację. Praktycznie każdy dolar, w tzw. prawie wykupu akcji zwykłych w 1915 roku, to była sama „woda". Niemniej jednak, od tamtego czasu, spółka pod kierownictwem T. L. Watsona, miała imponujące osiągnięcia. Jej dochód netto wzrósł od 691 000 do 3,7 mln dolarów – ponad pięciokrotnie – procentowo większy zysk, niż można było osiągnąć w poprzednim jedenastoletnim okresie. Spółka stworzyła dogodną i realną możliwość wykupu akcji zwykłych, pomnażając je w stosunku 3,6 do jednego. Ustaliła stawkę dywidend w kwocie 3 dolarów, podczas gdy zysk w przeliczeniu na akcję wynosił 6,39 dolara. Można by oczekiwać, że w 1926 roku, rynek giełdowy podejdzie z wielkim entuzjazmem do spółki o takiej historii wzrostu i tak silnej pozycji handlowej. Najniższa cena w tym roku wynosiła 31 dolarów, a najwyższa 59 dolarów. Przy średniej cenie w wysokości 45 dolarów, akcje sprzedawały się z takim samym siedmiokrotnym mnożnikiem w stosunku do zysku i z taką samą stopą dywidendy wynoszącą 6,7%, jak miało to miejsce w 1915 roku. Najniższa cena akcji – 31 dolarów – niewiele przekraczała ich wartość księgową, i pod tym względem były one o wiele oszczędniej wycenione niż 11 lat wcześniej.

Dane te, ukazują trwałość staroświeckiego punktu widzenia inwestycji, aż do kulminacyjnego okresu rynku byka w latach 20. To, co wydarzyło się od tamtej pory, można podsumować pokazując dziesięcioletnie okresy w historii spółki IBM. W 1936 roku zysk netto dwukrotnie przewyższył dane z 1926 roku, a średni mnożnik podniósł się z 7 na $17^1/_2$. Od roku 1936, do roku 1946, dochód wzrósł $2^1/_2$ razy, ale średni mnożnik wynosił nadal $17^1/_2$. Potem tempo wzrosło. W 1956 roku, zysk netto prawie czterokrotnie przekroczył ten z 1946 roku, zaś średni mnożnik wzrósł do $32^1/_2$. W ubiegłym roku, przy wyższym dochodzie netto, mnożnik wzrósł ponownie do średniej 42, jeśli nie liczyć odrębnych akcji zwykłych, emitowanych przez oddziały zagraniczne.

Kiedy przeanalizujemy dokładnie ostatnie ceny, zauważymy i analogie, i kontrasty w stosunku do danych sprzed 40 lat. Ta skandaliczna „woda", tak powszechna w zestawieniach bilansowych spółek przemysłowych, została w całości wyparta – w pierwszym rzędzie przez jej ujawnienie, a potem przez odliczenia. Jednak „woda" innego rodzaju, pojawiła się ponownie w wycenach rynku giełdowego – za sprawą samych inwestorów i spekulantów. Kiedy IBM sprzedaje teraz swoje akcje po cenie siedmiokrotnie wyższej od ich wartości księgowej, zamiast siedem razy wyższej od dochodów, to efekt jest praktycznie taki sam, jak gdyby w ogóle nie miały wartości księgowej. Albo też małą porcję wartości księgowej można uznać za pewnego rodzaju element ceny pomniejszych akcji uprzywilejowanych, przy czym reszta reprezentuje dokładnie to samo działanie, jakie podejmował spekulant starej daty, kupując akcje zwykłe Woolworth lub U.S. Steel, za cenę odpowiadająca wyłącznie ich zdolności zarobkowej i perspektywom na przyszłość.

Warto wspomnieć, że w ciągu tych 30 lat, kiedy to IBM przeobraziła się ze spółki z siedmiokrotnym mnożnikiem w spółkę z czterdziestokrotnym mnożnikiem, wiele z tego, co nazywałem endogenicznym aspektem dużych przedsiębiorstw przemysłowych, zaczęło zanikać, albo przynajmniej znacznie maleć. Ich pozycja finansowa jest trwała, struktura kapitałowa ma zachowawczy charakter, są zarządzane bieglej, rzetelniej niż kiedyś. Co więcej, wymóg całkowitej jawności usunął pewne tajemnicze elementy spekulacyjne sprzed lat.

I kolejna osobista dygresja. Na początku mojej działalności na Wall Street, jedną z ulubionych, tajemniczych spółek była Consolidated Gas of New York, obecnie Consolidated Edison. Oddziałem należącym do tej spółki była dochodowa New York Edison Company. Jednak deklarowała ona tylko dywidendy otrzymane z tego źródła, a nie pełne dochody. Nieujawnione dochody spółki Edison, tworzyły nastrój tajemnicy wokół „ukrytej wartości". Ku swemu zaskoczeniu odkryłem, że te utajnione liczby co roku pojawiały się w aktach Public Service Commission. Nietrudno byłoby więc sprawdzić notowania i przedstawić prawdziwe dochody Consolidated Gas, np. w artykule prasowym (nawiasem mówiąc, powiększenie dochodów nie było imponujące). Jeden z moich starych przyjaciół powiedział wtedy do mnie: „Ben, możesz sobie myśleć, że jesteś stworzony do tego, by pozbierać te brakujące liczby, ale Wall Street za nic ci nie podziękuje. Spółka Consolidated Gas, otoczona tajemnicą, jest bardziej interesująca i wartościowa. Wy, dzieciaki, którzy chcecie we wszystko wtykać swoje nosy, doprowadzicie Wall Street do ruiny".

To prawda, że po trzech M (Misterium, Manipulacja, Margines), które wtedy tak rozniecały zapały spekulacyjne, nie pozostał dziś ślad. Ale my, analitycy giełdowi, stworzyliśmy swoje metody wartościujące, same w sobie tak spekulatywne, że całkiem nieźle sprawdzają się w miejsce starszych. Nie mamy swoich trzech M – przynajmniej innych niż Minnesota Mining and Manufacturing Company – ale czyż ich akcje zwykłe nie oddają doskonale różnicy między nową a starą spekulacją? Przyjrzyjmy się kilku liczbom. Kiedy w zeszłym roku akcje zwykłe MM&M sprzedawały się po 101 dolarów, rynek wyceniał ich wartość na 44 razy wyższą od dochodów z 1956 roku, które, jak się okazało, nie wykazały żadnych postępów w porównaniu z 1957 rokiem. Samo przedsiębiorstwo było wyceniane na 1,7 mld dolarów, z czego 200 mln obejmowała wartość kapitału netto, a $1^1/_2$ mld odpowiadało rynkowej wycenie renomy. Nie znam kalkulacji, przy pomocy której osiągnięto taki wynik. Wiadomo za to, że kilka miesięcy później, rynek obniżył tę wycenę do jakichś 450 mln, czyli o blisko 30%. Oczywiście niemożliwe jest, dokładne obliczenie wartości niematerialnych składników spółki tak okazałej. Działa to, jak rodzaj matematycznego prawa – im większe znaczenie ma renoma albo czynnik zdolności zarobkowej w przyszłości, tym bardziej niepewna staje się prawdziwa wartość przedsiębiorstwa, a przez to, akcje zwykłe są bardziej spekulatywne.

Warto byłoby rozpoznać tę istotną różnicę, która rozwinęła się na gruncie wyceny niematerialnych czynników, w porównaniu dawniejszych czasów z obecnymi. Jedno pokolenie wstecz, standardową regułą było założenie, że wartości niematerialne powinny być wyceniane w sposób bardziej oszczędny niż materialne – dotyczyło to i średnich cen akcji, i wycen formalnych czy prawnych. Od dobrej spółki przemysłowej można spodziewać się dochodu między 6% a 8% jej aktywów materialnych, zwykle reprezentowanych przez obligacje, ale jej nadwyżka dochodów albo kapitał niematerialny, które spowodowały ten wzrost, powinny być wyceniane na, powiedzmy, piętnastoprocentowej podstawie (mniej więcej takie wskaźniki, można znaleźć w ofercie początkowej akcji uprzywilejowanych i zwykłych spółki Woolworth z 1911 roku oraz w wielu innych). Co się zmieniło od lat 20.? W zasadzie teraz można zaobserwować dokładne odwrócenie relacji. Spółka musi obecnie osiągać dochód wynoszący około 10% wartości swoich akcji zwykłych, aby móc je sprzedawać przy ich pełnej wartości księgowej. Jednak, kiedy nadwyżka jej dochodów osiągniętych z obrotu pieniędzmi, przekracza 10%, jest zazwyczaj wyceniana hojniej, czyli przy wyższym mnożniku niż wymagał podstawowy dochód, aby podtrzymać wartość księgową na rynku. Dlatego też, jeśli dochód spółki z inwestycji wynosi 15%, jej akcje mogą sprzedawać się przy mnożniku $13^1/_2$ w stosunku do dochodu lub ich cena może dwukrotnie przewyższać wartość kapitału netto. Mogłoby to oznaczać, że pierwsze 10% zysku jest wyceniane zaledwie dziesięciokrotnie, ale kolejne 5% – nazywane zazwyczaj „nadwyżką" – jest naprawdę wyceniane dwudziestokrotnie.

Istnieje logiczny powód, odwrócenia w procedurze wartościowania, która to kładzie nacisk na oczekiwania związane z rozwojem. Spółki, które osiągające wysoki zysk z inwestycji, poddawane są wyższej wycenie nie tylko z powodu dobrej rentowności, ale też z uwagi na związaną z tym, większą stabilność. Prawdopodobnie, jeszcze większe znaczenie ma fakt, że wysoki zysk z zainwestowanych pieniędzy, idzie w parze z dobrymi notowaniami wzrostu i perspektywami na przyszłość. Dlatego tym, co jest naprawdę cenione w przypadku wysoce dochodowych przedsiębiorstw, nie jest renoma w starym rozumieniu, zawężonym do ugruntowanej nazwy i rentownego interesu, ale raczej oznacza ich założenia dotyczące wzrostu zysków w przyszłości.

Chcę tu zwrócić uwagę na dwa dodatkowe, matematyczne aspekty, nowego nastawienia wobec wyceny akcji zwykłych, do których jedynie nawiążę. Jeżeli, jak wynika z wielu badań, mnożnik dochodów ma skłonność do zwiększania się wraz z rentownością – czyli jeżeli rośnie współczynnik zysków w stosunku do wartości księgowej – to, zgodnie z arytmetycznym następstwem, wartość wzrasta wprost proporcjonalnie do podniesionej do kwadratu wartości dochodów, ale odwrotnie proporcjonalnie do wartości księgowej. Dlatego jest bardzo ważne, że aktywa materialne stały się dla wartości rynkowej raczej przeszłością, a nie jej źródłem. Weźmy, daleki od skrajności, przykład. Jeżeli spółka A zarabia 4 dolary na akcję, przy wartości księgowej wynoszącej 20 dolarów, a spółka B również uzyskuje dochód 4 dolary na akcję, ale w jej przypadku wartość księgowa wynosi 100 dolarów, jest prawie pewne, że akcje pierwszej z nich będą sprzedawały się przy wyższym mnożniku, a co za tym idzie, po wyższej cenie – powiedzmy, 60 dolarów za akcję spółki A i 35 dolarów za akcję spółki B. Nieścisłe byłoby więc stwierdzenie, że kapitał większy o 80 dolarów w przeliczeniu na akcję, spowodowałby spadek ceny rynkowej do 25 dolarów, ponieważ przyjęliśmy, że dochód przypadający na akcję jest w obu przypadkach identyczny.

Ważniejsza jednak niż przytoczony przykład, jest ogólna relacja między matematyką a nowym podejściem do wartości akcji. Przyjmijmy, że istnieją trzy składniki: optymistyczne założenia co do wskaźnika wzrostu zysków, odpowiednio dalekosiężne prognozy tego wzrostu w przyszłości oraz doskonałe funkcjonowanie procentu składanego (sic!) – analityk giełdowy jest

wyposażony w nowy rodzaj kamienia filozoficznego, który pomaga przeprowadzić lub uzasadnić każdą potrzebną wycenę naprawdę „dobrych akcji". W ostatnim artykule zamieszczonym w *Analysts' Journal* wypowiadałem się na temat mody na wyższą matematykę w czasie rynku byka. Przytoczyłem też wykład Davida Duranda, poświęcony uderzającej analogii między obliczaniem wartości dla akcji rosnących a słynnym paradoksem petersburskim, który prowokował i wprawiał w zakłopotanie matematyków od ponad 200 lat. Zmierzam tu do wniosku, że istnieje specjalny paradoks, w relacji matematyka-metody inwestycyjne, dotyczące akcji zwykłych. Polega on na tym, że matematyka, jak się powszechnie uważa, daje precyzyjne i niezawodne wyniki, jednak na rynku giełdowym im bardziej zawiłe i niezrozumiałe kalkulacje, tym bardziej niepewne i spekulatywne wnioski z nich wyciągamy. W ciągu 44 lat moich doświadczeń i nauki na Wall Street, nigdy nie spotkałem się z niezawodnymi kalkulacjami, dotyczącymi wartości akcji zwykłych lub polityki inwestycyjnej, które wykraczałyby poza prostą arytmetykę, czy podstawy algebry. Ilekroć pojawiają się bardziej skomplikowane rachunki, można traktować je jako sygnał ostrzegawczy, że oto jakiś ekspert wypróbowuje nową teorię i stwarza zwodnicze pozory inwestycji.

Starsze koncepcje inwestowania w akcje zwykłe, mogą wydawać się dzisiaj światłemu analitykowi całkiem naiwne. Wielki nacisk kładziono na coś, co teraz nazywamy defensywnymi aspektami spółki albo jej akcji – chodzi tu o pewność, że spółka w ciężkich czasach nie obniży stawki dywidend. Dlatego silne przedsiębiorstwa kolejowe, które przed 50 laty ustanowiły standardowe lokaty inwestycyjne, były postrzegane identycznie, jak akcje zwykłe przedsiębiorstw użyteczności publicznej w ostatnich latach. Gdyby notowania z przeszłości wskazywały na stabilność, spełniono by podstawowe wymaganie i, przy niezbyt wielkim wysiłku udałoby się przewidzieć niekorzystne zmiany o niejasnym charakterze. Ale i odwrotnie, obiecujące widoki na przyszłość, były przez bystrych inwestorów, traktowane jak coś, za czym warto się rozejrzeć, ale niekoniecznie za to płacić.

W efekcie oznaczało to, że inwestor nie musi wiele płacić za doskonałe długoterminowe perspektywy. Otrzymywał je, właściwie bez dodatkowych kosztów, w nagrodę za swą niebywałą inteligencję i zdolność osądu, przejawiające się w wyborze najlepszych, a nie zaledwie dobrych, spółek. Przy tej samej kondycji finansowej spółek, historii ich dochodów i stabilności dywidend, akcje zwykłe każdej z nich przynosiły taki sam zysk z dywidend.

Był to w rzeczywistości krótkowzroczny punkt widzenia, miał jednak wielką przewagę nad innymi, bo prowadził do inwestycji w akcje zwykłe

w sposób nie tylko prosty, ale też rozsądny i wielce korzystny. Ostatni raz pozwolę sobie na osobistą dygresję. Około 1920 roku, nasza firma rozprowadzała serię niewielkich broszurek, zatytułowanych *Lessons for Investors*. Oczywiście za tak próżnym i zarozumiałym tytułem, stał zuchwały, dwudziestoparoletni analityk, czyli ja. W jednej z nich, zamieściłem zdawkowe stwierdzenie, że „jeśli akcje zwykłe są dobrą inwestycją, jest to również dobra spekulacja". Rozumowałem następująco – jeśli akcje zwykłe są tak pewne finansowo, że niosą bardzo małe ryzyko straty, to muszą być tak dobre, by mieć wyjątkowe szanse na zyski. Było to absolutną prawdą, cennym odkryciem, ale tylko dlatego, że nikt nie zwrócił na to uwagi. Parę lat później, kiedy publiczność giełdowa dostrzegła historyczną zaletę akcji zwykłych, jako inwestycji długoterminowych, entuzjazm inwestorów wpływał na poziom cenowy, co pozbawiło je marginesu bezpieczeństwa i wysokich pozycji w rankingu. Wtedy oczywiście wahadło zaczęło podążać w kierunku innych skrajności i niebawem usłyszeliśmy, jak jeden z najbardziej poważanych autorytetów oświadcza (w 1931 roku), że akcje zwykłe nie mogą być nawet lokatą.

Patrząc z perspektywy na to długofalowe doświadczenie, widzę kolejne paradoksy w zmieniającym się nastawieniu inwestorów wobec zysków, z tytułu wzrostu cen w porównaniu z dochodem. Truizmem wydaje się stwierdzenie, że staroświecki inwestor, kupujący akcje zwykłe, nie był zainteresowany zyskiem z ich sprzedaży. Kupował je prawie wyłącznie dla zabezpieczenia i dochodu, pozostawiając spekulantom zmartwienia o zmiany cen. Dziś jestem skłonny stwierdzić, że im bardziej doświadczony i przenikliwy inwestor, tym mniej uwagi poświęca zyskom z dywidend, a bardziej skupia się na długoterminowym wzroście wartości. Można by przewrotnie argumentować, że skoro inwestor starej daty nie interesuje się przyszłym wzrostem kapitału, to gwarantuje sobie, że na nim nie skorzysta, przynajmniej, jeśli chodzi o akcje spółek przemysłowych. I na odwrót, współczesny inwestor tak przejmuje się przewidywaniem przyszłości, że już z góry słono za to płaci. Dlatego też, gdy to co prognozował, poświęcając swój czas i uwagę, naprawdę się wydarzy, może nie przynieść mu korzyści. Gdyby taka sytuacja miała nie zaistnieć, mógłby on rzeczywiście stanąć w obliczu poważnych, przejściowych, a być może nawet ciągłych, strat.

Jakie *lekcje* – używając pretensjonalnego tytułu mojej broszurki z lat 20. – może analityk w 1958 roku wyciągnąć z przeszłości, przy omawianiu współczesnych metod? Na pewno niewiele na temat wartości – mógłby ktoś powiedzieć. Możemy patrzeć nostalgicznie na stare dobre czasy, kiedy zapłaciliśmy tylko za teraźniejszość, a moglibyśmy dostać przyszłość prak-

tycznie za darmo, „wszystko to, a także i Niebo". Potrząsając głowami ze smutkiem mamroczemy „tamte dni minęły bezpowrotnie". Ale czy inwestorzy i analitycy giełdowi, tworząc swoje prognozy, nie jedli z drzewa wiadomości dobrego i złego? Czy nie zasłużyli więc na wygnanie z Edenu, gdzie można było zrywać obiecujące akcje zwykłe po przystępnych cenach? Czy nie jesteśmy skazani na wieczne ryzyko, płacąc niedorzecznie dużo za dobrą jakość i perspektywy, albo rozsądną cenę za niski poziom i kiepskie widoki na przyszłość?

Nikt nie może być pewien nawet tej pesymistycznej rozterki. Ostatnio przeprowadziłem niewielkie badania, dotyczące historii imponującego przedsiębiorstwa General Electric – zainspirowany frapującym zapisem dochodów i dywidend z okresu 50 lat, który pojawił się w ostatnio wydanym sprawozdaniu spółki za rok 1957. Liczby są zaskakujące, nawet dla biegłego analityka. Po pierwsze, pokazują, że do 1947 roku rozwój GE przebiegał skromnie i nieregularnie. Zyski z 1946 roku, w przeliczeniu na akcję, były tylko o 30% wyższe od tych z 1902 roku – 52 centy kontra 40 centów – i w żadnym roku w tym okresie nie były tak wysokie, by podwoić stawkę z początku wieku. A przecież współczynnik cena/zysk wzrósł z 9 razy w 1910 i 1916 roku, do 29 razy w 1929 roku, i ponownie w 1946 roku. Można by oczywiście powiedzieć, że mnożnik z 1946 roku odzwierciedlał dobrze znaną zdolność przewidywania, typową dla bystrych inwestorów. My, analitycy, byliśmy wtedy w stanie wywróżyć naprawdę fantastyczny okres wzrostu, który wyłaniał się z kolejnej dekady. Jednak niektórzy pamiętają, że następny rok, 1947, w którym GE osiągnęła imponująco wysoki dochód w przeliczeniu na akcję, cechował również niezwykły spadek współczynnika cena/zysk. Przy jego najniższej wartości, wynoszącej 32 (przed pomnożeniem w stosunku 3 do 1), cena akcji GE faktycznie przekraczała tylko dziewięć razy jej bieżące dochody, a średnia roczna cena była wyższa od dochodu tylko o około 10 razy. Nasza czarodziejska kula zasnuła się chmurami w krótkim okresie 12 miesięcy.

Ten uderzający zwrot miał miejsce zaledwie 11 lat temu. Miałem wątpliwości, co do pełnej niezawodności powszechnego wśród analityków przekonania, że akcje wybitnych i obiecujących spółek będą teraz zawsze sprzedawać się z wysokim współczynnikiem cena/zysk. I że jest to podstawową prawdą życiową dla inwestorów, którzy mogą ją zaakceptować i polubić. Nie chcę traktować tej kwestii dogmatycznie. Nie wyrobiłem sobie na ten temat poglądu, każdy musi zrobić to we własnym zakresie.

Na koniec, mogę jednak powiedzieć coś konkretnego, na temat struktury rynku przy różnego rodzaju akcjach zwykłych, jeśli chodzi o ich cechy inwestycyjne i spekulacyjne. W dawnych czasach, inwestycyjny charakter akcji zwykłych był mniej więcej taki sam albo proporcjonalny, do charakteru samego przedsiębiorstwa, mierzonego skutecznie jego zdolnością kredytową. Im mniejsze zyski przynosiły obligacje czy akcje uprzywilejowane, tym mniej prawdopodobne było, że akcje zwykłe spełnią kryteria dobrej inwestycji, i tym mniejszy był element spekulacji, zawarty w ich zakupie. Tę relację, między spekulacyjnym zaszeregowaniem akcji zwykłych a wydajnością inwestycyjną spółki, można było wyrazić graficznie w formie linii prostej, obniżającej się od lewej do prawej. W obecnych czasach chciałbym opisać wykres w kształcie litery U. Z lewej strony, gdzie sama spółka jest spekulacyjna a jej wiarygodność niska, jest oczywiste że jej akcje zwykłe są również wysoce spekulacyjne, tak jak zawsze było w przeszłości. Na prawym końcu jednakże, spółka ma najwyższą wiarygodność, ponieważ jej przeszłe notowania i perspektywy na przyszłość są bardziej imponujące. Okazuje się, że rynek giełdowy w mniejszym lub większym stopniu, nadal wprowadza wysoce spekulacyjny element do akcji zwykłych, których cena jest tak wysoka, że podnosi wysoko poziom ryzyka.

W tym momencie, nie mogę powstrzymać się od przytoczenia zaskakująco trafnego cytatu, który znalazłem ostatnio w jednym z sonetów Szekspira:

> Czyż nie widziałem nieraz mieszkańców w formie i zaszczycie
> Tracących wszystko i więcej przez płacenie zbyt wysokich rent?

Wracając do mego wyimaginowanego wykresu, przyjrzyjmy się teraz jego środkowej części, gdzie spekulatywny element zawarty w kupnie akcji zwykłych, ma swój najniższy poziom. W tym obszarze znaleźć można wiele renomowanych i silnych spółek, których notowania dochodów z przeszłości odpowiadają standardom gospodarki narodowej, a widoki na przyszłość mają mniej więcej ten sam charakter. Takie akcje zwykłe można kupować zwykle, z wyjątkiem najwyższej fazy rynku byka, po umiarkowanych cenach w odniesieniu do ich zalecanej wartości wewnętrznej. Faktycznie, z powodu obecnej skłonności, zarówno inwestorów, jak i spekulantów, do skupiania się na bardziej efektownych emisjach, zaryzykuję stwierdzenie, że te akcje ze środkowej części wykresu, zwykle w całości sprzedają się poniżej swej niezależnie wyznaczanej wartości. Dzięki temu, ich czynnik marginesu bezpieczeństwa, wzmacniany jest przez te same upodobania i uprzedzenia rynkowe, które zazwyczaj niszczą margines bezpieczeństwa bardziej obiecujących papierów wartościowych. Co więcej, w tym dużym gronie spółek,

* William Szekspir, Sonet 125 (przekład redakcji).

sporo jest miejsca na wnikliwą analizę zapisów z przeszłości i porównawczy wybór na gruncie przyszłych perspektyw, do czego można dodać większe bezpieczeństwo, wynikające z dywersyfikacji.

Kiedy Faeton upierał się, by powozić rydwanem Słońca, jego ojciec, doświadczony woźnica, dał nowicjuszowi pewną radę, o której ten drugi zapomniał – na swoją szkodę. Owidiusz zawarł tę radę Apollona w trzech słowach:

Medius tutissimus ibis (Najbezpieczniej podążać środkiem)

Myślę, że taka zasada obowiązuje inwestorów i ich doradców.

5. Aetna Maintenance Co. – historia przypadku

Pierwszą część tej historii przytaczam za moją książką *A Horrible Example* (Straszny Przypadek), która ukazała się w 1965 roku. Druga część dotyczy późniejszych przeobrażeń spółki.

Myślę, że opisanie tutaj szczegółowo „strasznego przypadku", będzie miało zbawienny wpływ na stosunek czytelników do nowych ofert akcji zwykłych. Pochodzi on z pierwszych stron *Stock Guide* Standard & Poor's, i w ekstremalny sposób ilustruje rażące słabości sprzedaży akcji w latach 1960–1962, niezwykłe zawyżenie ich wartości na rynku, i późniejszą katastrofę.

W listopadzie 1961 roku, 154 000 akcji spółki Aetna Maintenance Co., pojawiło się w sprzedaży publicznej. Ich cena, na początku wynosząca 9 dolarów, gwałtownie wzrosła do 15. Przed sprzedażą, wartość kapitału netto w przeliczeniu na akcje wynosiła około 1,20 dolara, lecz wzrosła nieznacznie ponad 3 dolary, za sprawą pieniędzy za nowe akcje.

Sprzedaż i dochód przed emisją wyglądały następująco:

Koniec roku	Sprzedaż (w dol.)	Zysk netto (w dol.)	Zysk na akcję (w dol.)
Czerwiec 1961	3 615 000	187 000	0,69
(Czerwiec 1960)[a]	(1 527 000)	(25 000)	(0,09)
Grudzień 1959	2 215 000	48 000	0,17
Grudzień 1958	1 389 000	16 000	0,06
Grudzień 1957	1 083 000	21 000	0,07
Grudzień 1956	1 003 000	2 000	0,01

[a] Dla 6 miesięcy.

Po sprzedaży akcji, odpowiadały im następujące liczby:

Czerwiec 1963	dol. 4 681 000	dol. 42 000 (def.)	dol. 0,11 (def.)
Czerwiec 1962	dol. 4 234 000	dol. 149 000	dol. 0,36

W 1962 roku cena akcji spadła do $2^1/_3$ dolara, a w 1964 roku można je było kupić po $^7/_8$ dolara. W okresie tym nie były wypłacane żadne dywidendy.

KOMENTARZ: To zbyt małe przedsiębiorstwo na ofertę publiczną. Akcje sprzedawano – i kupowano – na podstawie *jednego dobrego roku*, a wyniki z poprzedzającego okresu były śmiechu warte. W naturze tej, wielce konkurencyjnej spółki, nie było niczego, co zapewniałoby stabilność na przyszłość. Przy wysokiej cenie, jaką akcje osiągnęły wkrótce po ukazaniu się na rynku, ogłupiała publiczność płaciła znacznie więcej w przeliczeniu na 1 dolara dochodu i kapitału, niż za akcje większości z wielkich i silnych przedsiębiorstw. Przykład ten jest co prawda ekstremalny, ale nie wyjątkowy – mniejsze, lecz równie niewybaczalne przypadki zawyżania wartości, można liczyć w setkach.

Okres 1965–1970

W 1965 roku spółka otrzymała nowe inwestycje. Nierentowny interes budowlano-remontowy sprzedano i spółka zajęła się całkowicie odmienną działalnością – produkcją urządzeń elektronicznych. Jej nazwę zmieniono na Haydon Switch and Instrument Co. Dochody nie były imponujące. W ciągu pięciu lat 1965–1969, firma osiągnęła średnie dochody o wysokości zaledwie 8 centów na akcję ze „starego kapitału", zaś w najlepszym, 1967 roku, suma ta podniosła się do 34 centów. Niemniej jednak, spółka w prawdziwie nowoczesnym stylu, dokonała, w 1968 roku, pomnożenia akcji w stosunku dwa do jednego. Cena rynkowa akcji, dorównała wówczas formie Wall Street. Wzrosła z $^7/_8$ dolara w 1964 roku, do równowartości $16^1/_2$ dolara (po pomnożeniu), przekraczając rekord ustanowiony w entuzjastycznych dniach 1961 roku. W tym czasie zawyżenie wartości było znacznie gorsze, niż wcześniej. Akcje sprzedawały się teraz za cenę 52 razy wyższą od dochodu w najlepszym roku, i jakieś 200 razy wyższą od średnich dochodów. Spółka musiała znów, w tym samym roku, w którym została ustalona nowa cena, zadeklarować deficyt. W kolejnym, 1969 roku, cena oferowana spadła do 1 dolara.

PYTANIA: Czy idioci, którzy płacili ponad 8 dolarów za każdą z akcji w 1968 roku, wiedzieli cokolwiek na temat wcześniejszej historii spółki, jej dochodów z ostatnich pięciu lat i wartości kapitału (bardzo małej)? Mieli pojęcie, jak dużo – czy raczej, jak mało – dostaną za swoje pieniądze? Byli

uważni? Czy ktoś na Wall Street ponosi w ogóle jakąkolwiek odpowiedzialność za regularne nawroty całkowicie bezmyślnych, szokująco rozpowszechnionych i nieuchronnie katastrofalnych spekulacji, w tego rodzaju akcjach?

6. Obliczenie podatku przy zakupie akcji Sharon Steel przez NVF

1. NVF kupiła w 1969 roku, 88% udziałów Sharon, płacąc za każdą z akcji 70 dolarów w swych pięcioprocentowych obligacjach, obowiązujących do 1994 roku oraz warrantach, uprawniających do zakupu akcji NVF po 22 dolary każda. Początkowa wartość rynkowa tych obligacji wynosiła tylko 43% ich wartości nominalnej, podczas gdy warranty były notowane po 10 dolarów na każdą powiązaną z nimi akcję NVF. Oznaczało to, że udziałowcy Sharon otrzymali tylko 30 dolarów z wartości obligacji, ale za to po 15 dolarów z wartości każdego z warrantów, czyli w sumie 45 dolarów na akcję (tyle wynosiła mniej więcej średnia cena akcji Sharon w 1968 roku i ich cena na koniec tego roku). Wartość księgowa Sharon to 60 dolarów na akcję. Różnica, między wartością księgową a wartością rynkową akcji Sharon, zamknęła się w kwocie około 21 mln dolarów, przypadającej na 1 415 000 zakupionych akcji.

2. Sposób rozliczenia był tak zaplanowany, by osiągnąć trzy cele: potraktować emisję obligacji jako odpowiednik ich „sprzedaży" w cenie 43 dolarów, dając spółce możliwość odjęcia tej kwoty od dochodu w skali roku, dla zamortyzowania ogromnej obniżki cen obligacji w kwocie 54 mln dolarów (tak naprawdę kosztowałoby to 15% rocznego zysku z „obrotu" emisją skryptów dłużnych wartych 99 mln dolarów); równoważyć koszt obniżki cen obligacji przez mniej więcej taki sam „zysk", wchodzący w skład dochodu z jednej dziesiątej różnicy między, wynoszącą 45 dolarów ceną sprzedaży akcji Sharon, a ich wartością księgową równą 60 dolarów (na zasadzie odwrotności mogłoby to odpowiadać wymaganej procedurze, polegającej na corocznym *obciążaniu* dochodu częścią kosztu zakupu, wykraczającą ponad wartość księgową nabytego kapitału); zaleta tego układu jest taka, że na początek spółka mogłaby zaoszczędzić 900 000 rocznie, czyli 1 dolara w przeliczeniu na akcję, na podatku dochodowym od tych dwóch pozycji księgowych, ponieważ amortyzacja obniżki cen obligacji mogłaby zostać odjęta od dochodu podlegającemu opodatkowaniu, jednak amortyzacja „nadwyżki akcji zwykłych nad kosztami" nie mogła być zaliczona do opodatkowanego dochodu.

3. Metoda ta ma zastosowanie zarówno w rozliczaniu łącznego dochodu, jak i w łącznym zestawieniu bilansowym spółki NVF za rok 1969, oraz w zestawieniu formalnym za rok 1968, ponieważ znaczna część kosztów akcji Sharon mogła być potraktowana jako zapłacona w formie warrantów, stanowiących element kapitału akcji zwykłych. Dlatego w tym przypadku, jak w żadnym innym, który znam, warrantom przypisano konkretną wartość w zestawieniu bilansowym – 22 mln dolarów (ale jedynie w formie przypisu objaśniającego).

7. Spółki z branży technologicznej jako inwestycje

W połowie 1971 roku, w notowaniach Standard & Poor's, pojawiło się około 200 spółek, których nazwy zaczynały się od Compu-, Data-, Elektro-, Scien- i Techno-. Około połowa należała do branży komputerowej. Wszystkie sprzedawały swoje akcje na giełdzie, albo składały wnioski o publiczną sprzedaż swoich udziałów.

Grupa złożona z 46 takich spółek pojawiła się w *Stock Guide*, wydanym we wrześniu 1971 roku. Spośród nich 26 zgłaszało deficyt, tylko sześć osiągało zysk przekraczający 1 dolara na akcję, a zaledwie pięć wypłacało dywidendy.

W *Stock Guide* z grudnia 1968 roku, pojawiło się 45 spółek o podobnych technicznych nazwach. Śledząc ciąg dalszy tej listy, dostępny w *Stock* z września 1971 roku, natrafić można na następujące ustępy:

Liczba spółek ogółem	Ceny wzrosły	Ceny spadły mniej niż połowę	Ceny spadły więcej niż połowę	Spadek z przewodnika giełdowego
45	2	8	23	12

Komentarz: Jest właściwie pewne, że wiele spółek z branży technologicznej nie uwzględnionych w *Stock Guide* z 1968 roku, miało potem gorsze osiągnięcia od tych, które tam przedstawiono. Również 12 spółek, które odpadły z listy, funkcjonowało gorzej, niż te, które się na niej utrzymały. Opłakane wyniki widoczne w przykładach, w znacznym stopniu odnoszą się do jakości i historii cen, całej grupy akcji „technologicznych". Było pewne, że fenomenalny sukces IBM i kilku innych spółek, wywoła natłok nowych ofert publicznych z różnych sektorów, w których poważne straty były w zasadzie przesądzone.

Przypisy końcowe

Wprowadzenie

1. „Lester stock" to akcje nie zarejestrowane sprzedaży przez U.S. Securities and Exchange Commission. Kupujący musi przedstawić pismo, w którym stwierdza, że kupuje je w celach inwestycyjnych.
2. Dane Moody's na temat obligacji AAA i akcji spółek przemysłowych.

Rozdział 1

1. Benjamin Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle i Charles Tatham, McGraw-Hill, wyd. IV, 1962. Wydanie *Security Analysis* z 1934 roku zostało wznowione w 1966 roku (McGraw-Hill).
2. Cytat z: *Investment and Speculation*, Lawrence Chamberlain, 1931.
3. Ankieta przeprowadzona przez Radę Rezerwy Federalnej.
4. Str. 8, wyd. z 1965 roku.
5. Zakładamy, że dla typowego inwestora, górny próg podatkowy w przypadku dywidend wynosi 40%, a 20% w przypadku zysków kapitałowych.

Rozdział 2

1. Zostało to napisane zanim, w 1971 roku, prezydent Nixon ogłosił zamrożenie płac i płac zgodnie z „II fazą" swojego systemu kontroli. Te wydarzenia potwierdzają wyrażone wyżej poglądy.
2. Stopa zysku 425 spółek przemysłowych z indeksu Standard & Poor's wynosiła około 11½% wartości aktywów, częściowo dlatego, że został uwzględniony duży i dochodowy IBM, który nie należy do spółek DJIA.

3. Wykres przedstawiony przez American Telephone & Telegrach w 1971 roku pokazuje, że rentowność usług telefonii stacjonarnej w 1970 roku, była nieco niższa niż w 1960 roku.
4. *Wall Street Journal*, październik 1970.

Rozdział 3

1. Zarówno Standard & Poor's, jak i Dow Jones mają oddzielną średnią dla przedsiębiorstw użyteczności publicznej i firm transportowych (przede wszystkim kolejowych). Od 1965 roku, New York Stock Exchange wylicza indeks reprezentujący ruchy wszystkich notowanych akcji.
2. Przeprowadzone przez Center for Research in Security Prices z University of Chicago, dzięki grantowi od Charles E. Merrill Foundation.
3. Pisano to na początku 1971 roku, przy DJIA 940. Przeciwny pogląd, panujący na Wall Street, był potwierdzony szczegółowymi analizami, które w 1975 roku wyceniły DJIA na 1520. To korespondowałoby z wartością dyskontową, powiedzmy, 1200 w 1971 roku. W marcu 1972 roku, DJIA znów osiągnął 940, po interwencyjnym spadku do 798. Ponownie Graham miał rację. Wspomina, że „szczegółowe analizy", przez całe 10 lat, były zbyt optymistyczne. DJIA zbliżył się do 1520 dopiero 13 grudnia 1985 roku!

Rozdział 4

1. Wyższe nie opodatkowane zyski, można osiągnąć z pewnych *obligacji zysków przemysłowych* – stosunkowo nowego wynalazku inwestycyjnego. Szczególnie powinni zainteresować się nim inwestorzy przedsiębiorczy.

Rozdział 5

1. *Practical Formulas for Successful Investing*, Wilfred Funk Inc., 1953.
2. Obecnie, matematyczne podejście do decyzji inwestycyjnej, standardowo uwzględnia „ryzyko" określane za pomocą średnich wahań ceny. Patrz przykład: Richard A. Brealey, *An Introduction to Risk and Return*, The M.I.T. Press, 1969. Naszym zdaniem, użycie słowa „ryzyko", przynosi tu więcej szkód niż pożytku dla korzystnej decyzji inwestycyjnej, ponieważ zbyt silny nacisk kładzie na wahania giełdowe.
3. W 1971 roku, wszystkie spółki z DJIA spełniały te standardy.

Rozdział 6

1. W 1970 roku, drogownictwo Milwaukee ogłosiło spory deficyt. Zawieszono wypłaty odsetek z obligacji od dochodu i cena obligacji na 5% spadła do 10.

2. Na przykład: Cities Service z papierami uprzywilejowanymi po 5 dolarów, nie płacącymi dywidend, w 1937 roku były sprzedawane po zaledwie 15, a w 1943 roku po 27, gdy kumulacja sięgnęła 60 dolarów na akcję. W 1947 roku zostały zastąpione obligacjami po 196,50 z odsetkami 3% i sprzedawane aż po 186.
3. Skomplikowane badania statystyczne, prowadzone pod kierunkiem National Bureau of Economic Research pokazują, że tak się działo rzeczywiście. Graham nawiązuje do W. Braddocka Hickmana, *Corporate Bond Quality and Investor Experience* (Princeton University Press, 1958). Książka Hickmana zainspirowała później Michaela Milkena i Burnhama Lamberta do przedstawienie propozycji finansowania firm, posiadających solidną pozycję kredytową, co przyczyniło się do szaleństwa przejęć i fuzji w latach 80.
4. Reprezentatywna próbka 41 akcji ze Standard & Poor's *Stock Guide* pokazuje, że pięć straciło co najmniej 90% w stosunku do swojego maksimum, 30 – ponad połowę, a wszystkie około dwóch trzecich. Wiele nie notowanych w *Stock Guide* akcji poniosło jeszcze większe spadki.

Rozdział 7

1. Patrz na przykład: Lucile Tomlinson, *Practical Formulas for Successful Investing* oraz Sidney Cottle i W. T. Whitman, *Investment Timing: The Formula Approach,* obie wydane w 1953 roku.
2. Przedsiębiorstwa, osiągającego przeciętne wyniki, nie można nazwać „spółką wzrostową" tylko dlatego, że jej przedstawiciele spodziewają się, że w przyszłości będzie osiągać wyniki ponadprzeciętne. Graham wprowadza subtelne, lecz bardzo ważne rozróżnienie – jeśli definicja głosi, że spółka wzrostowa będzie miała się dobrze w przyszłości, to nie jest żadna definicja, tylko pobożne życzenie. Tak jakby drużynie sportowej przyznać tytuł mistrzowski jeszcze przed rozpoczęciem sezonu rozgrywek. Obecnie, pobożne życzenia pojawiają się często – na przykład fundusze nazywają portfelami „wzrostu" pakiety akcji spółek, które „mają większy niż średni potencjał wzrostu" albo „sprzyjające perspektywy wzrostu zysków". Lepsza jest taka definicja, w której zyski netto na jedną akcję wynosiły średnio 15% rocznie przez ostatnich pięć lat (jednak spełnianie tej definicji w przeszłości nie oznacza, że spółka będzie ją spełniać w przyszłości).
3. Patrz Tabela 7.1.
4. Oto dwa stare przysłowia z Wall Street, które potwierdzają tę opinię: „Żadne drzewo nie rośnie aż do nieba" oraz „Pieniądze zarabia byk, pieniądze zarabia niedźwiedź, a świnia nigdy nic nie zarobi".

5. Dostępne są dwie analizy. Pierwsza, sporządzona przez H. G. Schneidera, jednego z naszych uczniów, obejmująca lata 1917–1950, opublikowana w czerwcu 1951 roku w *Journal of Finance*. Druga powstała w Drexel Firestone z New York Stock Exchange i obejmuje lata 1933–1969. Dane są tutaj publikowane za ich zgodą.
6. Patrz: strony 356–359, gdzie znajdują się trzy przykłady sytuacji z 1971 roku.

Rozdział 8

1. Chyba z wyjątkiem sytuacji, w której plan uśrednianych kosztów nabycia zaczyna się na poziomie rozsądnych cen.
2. Jednak według Roberta M. Rossa, autorytetu w kwestii teorii Dowa, dwa ostatnie sygnały w grudniu 1966 roku i grudniu 1970 roku, były znacznie poniżej poziomu sprzedaży.
3. Trzy stosowane przez Moody's najwyższe oceny obligacji i akcji uprzywilejowanych to Aaa, Aa i A, natomiast przez Standard & Poor's – AAA, AA, A. Trzy następne schodzą do D.
4. Pomysł został zrealizowany w kilku przypadkach w Europie, na przykład przez włoski państwowy koncern elektryczno-energetyczny. Zastosował on „gwarantowaną zmienną stopę weksli kredytowych" z 1980 roku. W czerwcu w 1971 roku, ogłosił w Nowym Jorku, że roczna stopa odsetkowa wypłacana przez następnych sześć miesięcy będzie wynosić $8^1/_8$%. Takie elastyczne warunki przyjął też Toronto-Dominion Bank na „obligacje 7%–8%" płatne w 1991 roku, wystawione do sprzedaży w 1971 roku. Do czerwca 1976 roku, wypłacano 7%, a później 8%. Jednak posiadacz mógł wypłacić całą sumę już w 1976 roku.

Rozdział 9

1. Opłatę ustala się zazwyczaj jako procent od ceny sprzedaży, do której już opłata jest doliczona, co sprawia, że wydaje się niższa niż liczona od wartości księgowej netto. Naszym zdaniem nie warto stosować takiej sztuczki w tak szacownej branży.
2. G. E. Kaplan i C. Welles, *The Money Managers*, Random House, 1969.
3. Patrz: definicja na str. 524.
4. Tytuł pierwszego wydania z 1852 roku. Znajduje się tu opis „bańki Morza Południowego", manii tulipanowej i innych szaleństw spekulacyjnych znanych z historii. W 1932 roku ukazał się reprint Bernarda M. Barucha, chyba jedynego odnoszącego sukcesy spekulanta kontynuującego tradycję z dawnych czasów. Komentarz: to było wyważanie otwartych

drzwi. *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* Charlesa Mackaya (Metro Books, Nowy Jork 2002), została po raz pierwszy wydana w 1841 roku. Czyta się ją trudno i nie zawsze jest precyzyjna, ale przedstawia wnikliwe spojrzenie na to, w jaki sposób rzesze ludzi potrafią uwierzyć w różne głupoty – na przykład, że żelazo można zamienić w złoto, że w piątek wieczorem często ukazują się duchy, i że na giełdzie można się szybko wzbogacić. Opracowanie bardziej oparte na faktach, znajduje się w: Edward Chancellor, *Devil Take the Hindmost* (Farrar, Straus & Giroux, Nowy Jork 1999). Lżejsze ujęcie tematu można znaleźć w: Robert Menschel, *Markets, Mobs, and Mayhem, A Modern Look at the Madness of Crowds* (John Wiley & Sons, Nowy Jork 2002).

Rozdział 10

1. Badania udostępnione przez Institute of Chartered Financial Analysts, oddział Financial Analysts Federation. Dotyczy społeczności powyżej 50 000 obywateli.
2. NYSE wprowadziła pewne drastyczne zasady wyceny (znane jako „postrzyżyny"), opracowane w celu zminimalizowania niebezpieczeństwa. Najwyraźniej okazały się nie do końca skuteczne.
3. Obecnie, papiery w nowych ofertach, można sprzedawać tylko zgodnie z prospektem przygotowanym według przepisów Securities and Exchange Commission. Prospekt musi ujawniać wszystkie fakty dotyczące emisji i emitenta, a także rzetelne informacje, z których rozważny inwestor może wnikliwie poznać oferowane mu papiery. Niemniej jednak, ogrom wymaganych danych sprawia, że prospekt staje się niezwykle obszerny. Istnieje powszechne przekonanie, że tylko ułamek inwestorów kupuje nowe papiery po uprzednim wnikliwym przeczytaniu prospektu. Mimo wszystko więc, nie kierują się osądem własnym, ale biura maklerskiego albo rekomendacją sprzedawcy.

Rozdział 11

1. Nasz podręcznik *Security Analysis*, autorstwa Benjamina Grahama, Davida L. Dodda, Sidneya Cottle'a i Charlesa Tathama (McGraw-Hill, wyd. IV, 1962), zachowuje oryginalny tytuł z 1934 roku, ale zawiera wiele na temat analizy finansowej.
2. Charles McGolrick, Harper & Row, 1964, wznowione przez Harper-Business w 1998 roku.
3. Dane pochodzą z Salomon Bros., dużej nowojorskiej firmy zajmującej się obligacjami.

4. Przynajmniej nie przez sporą część analityków i inwestorów. Nieliczni analitycy, którzy potrafią z góry wytypować spółki zasługujące na wnikliwszą analizę i mogą ją przeprowadzić, liczą na sukcesy w zawodzie. Szczegóły na temat takiego podejścia znajdują się w: Philip Fisher, *Common Stocks and Uncommon Profits*, Harper & Row, 1960.
5. Na str. 269 przedstawiliśmy wzór na mnożniki stóp spodziewanego wzrostu.
6. Niewątpliwie skoki Chryslera były po części spowodowane dwoma podziałami akcji dwie za jedną w samym tylko 1963 roku – to bezprecedensowe zjawisko w tak potężnej firmie. Na początku lat 80., kiedy rządził Lee Iacocca, Chrysler zanotował ogromny wzrost od niemal bankruta do jednej z najlepiej działających firm amerykańskich. Ale wyszukanie menedżera, który potrafi doprowadzić dużą firmę do wspaniałego comebacku nie jest tak łatwe, jak się wydaje. Gdy w 1996 roku Al Dunlap przejął Sunbeam Corp. i zrestrukturyzował Scott Paper Co. (windując ceny akcji o 225% przez 18 miesięcy), na Wall Street ogłoszono jego drugi powrót. Jednak Dunlap okazał się oszustem, który za pomocą nieprawidłowej księgowości i fałszywych sprawozdań finansowych wywiódł w pole inwestorów Sunbeam – m.in. słynnych menedżerów Michaela Price i Michaela Steinhardta, którzy go zatrudnili. Wnikliwy opis działalności Dunlapa znalazł się w *Chainsaw*, Johna A. Byrne'a (HarperCollins, Nowy Jork, 1999).
7. Proszę zwrócić uwagę, że wzór nie podaje „prawdziwej wartości" wzrostu akcji, lecz tylko przybliżony wynik złożonych kalkulacji.

Rozdział 12

1. Rekomendowana przez nas metoda podejścia do rozcieńczenia przez warranty, została omówiona poniżej. Osobiście, preferujemy traktowanie rynkowej ceny warrantu, jako dodatku do bieżącej ceny rynkowej wszystkich akcji zwykłych.

Rozdział 13

1. W marcu 1972 roku, akcje Emery kosztowały 64 razy powyżej zysków z 1971 roku.

Rozdział 14

1. Z powodu licznych przypadków pomnożenia akcji na przestrzeni lat, rzeczywista średnia cena indeksu DJIA na początku 1972 roku, wynosiła około 53 dolarów za akcję.

2. W 1960 roku, jedynie dwie spośród 29 spółek przemysłowych, nie były w stanie osiągnąć wartości kapitału obrotowego, równej dwukrotności zobowiązań krótkoterminowych, a tylko w przypadku dwóch z nich, kapitał obrotowy netto przewyższył stan zadłużenia. W grudniu 1970 roku, ilość spółek w każdej z tych kategorii wzrosła z dwóch do 12.
3. Należy jednak zauważyć, że ich łączona kampania rynkowa trwająca od grudnia 1970 roku, do początku roku 1972, okazała się słabsza, niż wyniki DJIA. Dowodzi to, że nie ma systemu ani formuły, które by zagwarantowały lepsze osiągnięcia na rynku. Nasze wymogi „gwarantują" tylko tyle, że nabywca portfela akcyjnego zyska na wartości swoich pieniędzy.
4. W konsekwencji, musimy pominąć większość akcji gazociągów, gdyż są to poważnie zadłużone przedsiębiorstwa. Uzasadnienie tej sytuacji stanowi podstawową część umów sprzedaży, które „gwarantują" wypłacalność obligacji. Rozważania na tym gruncie mogłyby jednak okazać się zbyt zawiłe dla inwestora defensywnego.

Rozdział 15

1. I. Friend, M. Blume, J. Crockett, *Mutual Funds and Other Institutional Investors: A New Perspective*, McGraw-Hill, 1970. Należy dodać, że wyniki wielu funduszy z lat 1966–1970, jakie przestudiowałem, były nieco lepsze od zamieszczonych w S&P 500 i znacznie lepsze od tych z indeksu DJIA.
2. Nota osobista. Wiele lat przed rynkową eksplozją tej konkretnej spółki, autor był jej „wiceprezesem do spraw finansowych", pobierając królewską pensję wysokości 3000 dolarów rocznie. Na początku 1929 roku Graham został wiceprezesem do spraw finansowych w Unexcelled Manufacturing Co., spółce będącej największym w kraju producentem ogni sztucznych. Unexcelled zamieniła się później w spółkę chemiczną o zróżnicowanym charakterze i przestała występować w niezależnej formie.
3. *Stock Guide* nie zawiera mnożników wyższych od 99. Większość z nich stanowiłaby osobliwość matematyczną, spowodowaną dochodami przekraczającymi zaledwie punkt zerowy.

Rozdział 16

1. Kwestię tą dobrze ilustrują oferty dwóch emisji akcji spółki Ford Motor Finance Co, dokonane jednocześnie w listopadzie 1971 roku. Jedna z nich zawierała niewymienialne obligacje obowiązujące na okres 20 lat, przynoszące dochód 7½%. Druga, były to obligacje ważne 25 lat, podrzędne w stosunku do pierwszych w kolejności według roszczeń i przynoszące tylko 4½% dochodu, ale wymienialne na akcje Ford Motor, przy ich cenie 68½ dolara. Dla otrzymania przywileju zamiany kupujący rezygnował z 40% zysku i godził się na pozycję drugorzędnego wierzyciela.
2. Warto zauważyć, że pod koniec 1971 roku akcje zwykłe Studebaker-Worthington osiągnęły w sprzedaży tak niską ilość punktów, jak 38, zaś warte 5 dolarów akcje uprzywilejowane około 77. Rozpiętość wzrosła zatem od 2 do 20 punktów w ciągu roku, ilustrując jeszcze raz potrzebę takich zamian, jak również skłonność rynku giełdowego do zaniedbywania arytmetyki (nawiasem mówiąc niewielka przewaga akcji uprzywilejowanych nad zwykłymi, do jakiej doszło w grudniu 1970 roku, była już wywołana ich wyższymi dywidendami).

Rozdział 17

1. Zobacz dla przykładu artykuł „Six Flags at Half Mast", opublikowany w *Barron's* 11 stycznia 1971 roku, którego autorem jest dr A. J. Briloff.

Rozdział 18

1. Czytelnik przypomni sobie ze str. 434–435, że spółka AAA Enterprises próbowała wejść w ten interes, ale szybko skończyło się to niepowodzeniem. Graham dokonuje tu wnikliwej i paradoksalnej obserwacji: im więcej pieniędzy zarabia spółka, tym większe jest prawdopodobieństwo, że będzie musiała stawić czoła nowej konkurencji, ponieważ wysokie dochody sygnalizują, że są nadarza się okazja łatwego zysku. Z kolei nowa konkurencja prowadzić będzie do niższych cen i mniejszych dochodów. Tę zasadnicza kwestię przeoczyli entuzjastyczni nabywcy akcji spółek internetowych, którzy wierzyli, że pierwsi zwycięzcy będą utrzymywać swoją przewagę przez nieokreślony czas.

Rozdział 19

1. Badania analityczne wykazały, że w typowym przypadku 1 dolar wypłacony w formie dywidend, ma pozytywny wpływ na cenę rynkową, czterokrotnie wyższą, niż dolar z nierozdzielonych dochodów. Kwestię tę trafnie ilustruje sytuacja grupy spółek z sektora użyteczności publicznej na parę lat przez 1950 rokiem. Akcje o niskich dywidendach, sprzedawały się z niskim mnożnikiem dochodu i okazały się szczególnie atrakcyjnym zakupem, kiedy ich dywidendy później wzrosły. Od 1950 roku wskaźnik dywidend stał się wśród spółek bardziej znormalizowany.

Rozdział 20

1. Argumentu tego użył Paul Hallingby Jr. w swoim artykule *Speculative Opportunities in Stock – Purchase Warrants*, *Analysts Journal*, trzeci kwartał 1947 roku.

Posłowie

1. Wiarygodność wymaga, by przyznać, że interes omal nie doszedłby do skutku, ponieważ wspólnicy chcieli mieć pewność, że cena zakupu będzie w 100% mieścić się w wartości kapitału. Przyszłe 300 milionów dolarów zysku albo więcej, zamieniło się w, powiedzmy, 50 000 dolarów pozycji rachunkowych. Przez głupi traf dostali to, czego chcieli.

Dodatki

1. Wykład Benjamina Grahama, wygłoszony przed corocznym Konwentem Narodowej Federacji Analityków Finansowych, w maju 1958 roku.

Jason Zweig

Podziękowania

Najserdeczniejsze wyrazy wdzięczności kieruję do tych, którzy pomogli mi zaktualizować dzieło Grahama, a należą do nich: Erwin Tan z HarperCollins, którego wizja i płomienny entuzjazm pozwoliły temu przedsięwzięciu ujrzeć światło dzienne; Robert Safian, Denise Martin i Eric Gelman z magazynu *Money*, którzy uświęcili pracę swym entuzjastycznym, wytrwałym i bezwarunkowym wsparciem; mój literacki agent, niezrównany John W. Wright, oraz niestrudzona Tara Kalwarski z magazynu *Money*. Znakomitymi pomysłami i krytycznymi uwagami podzielili się ze mną Theodore Aronson, Kevin Johnson, Martha Ortiz, oraz personel spółki Aronson + Johnson + Ortiz, L.P.; Peter L. Bernstein, prezes Peter L. Bernstein Inc.; William Berstein, wyspecjalizowany doradca; John C. Bogle, założyciel Vanguard Group; Charles D. Ellis, współzałożyciel Greenwich Associates oraz Laurence B. Siegel, kierujący badaniem nad polityką inwestycyjną w Ford Foundation. Inne osoby, którym również jestem wdzięczny, to: Warren Buffett; Nina Munk; niezmordowana załoga Time Inc. Business Information Research Center; Martin Fridson, przewodniczący Rady Nadzorczej FridsonVision LLC; Howard Schilit, prezes Center for Financial Research & Analysis; Robert N. Veres, redaktor i wydawca *Inside Information*; Daniel J. Fuss z Loomis Sayles & Co.; F. Barry Nelson z Advent Capital Management; personel Museum of American Financial History; Brian Mates i Gus Sauter z Vanguard Group; James Seidel z RIA Thomson; Camilla Altamura i Sean McLaughlin z Lipper Inc.; Alexa Auerbach z Ibbotson Associates; Anette Larson z *Morningstar*; Jason Bram z Federal Reserve Bank of New York; oraz pewien menadżer, który zażyczył sobie pozostać anonimowym. Przede wszystkim dziękuję mojej żonie i córkom, które znosiły ciężar mojej wielomiesięcznej pracy przez całą dobę. Bez ich cierpliwej miłości i wyrozumiałości – nic nie byłoby możliwe.

Spis treści